FIN C
III-1877

Mihai Toma Felicia Alexandru

Finanțe și gestiune financiară de întreprindere

Ediția a doua

EDITURA ECONOMICĂ

Mihai Toma Felicia Alexandru

◆

FINANȚE ȘI GESTIUNE FINANCIARĂ DE ÎNTREPRINDERE

Ediția a doua
revizuită și adăugită

709731
B.C.U. IAȘI

BCU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Redactor: **Carmen ŢĂRANU**

Coperta:
Adriana POPESCU

Tehnoredactare computerizată:
Elena MILEA

Revizie text:
Vasilica DUMITRAŞCU

Descrierea CIP a Bibliotecii Naţionale a României
TOMA, MIHAI
Finanţe şi gestiune financiară de întreprindere / Mihai Toma, Felicia Alexandru, - Ed. a 2-a, Bucureşti : Editura Economică, 2003
416 p.; 24 cm.
Bibliogr.
ISBN 973-590-771-2

658.14

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Mihai Toma Felicia Alexandru

◆

FINANȚE ȘI GESTIUNE FINANCIARĂ DE ÎNTREPRINDERE

BCU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CUPRINS

Prefață 17

CAPITOLUL 1

CIRCUITE FINANCIARE 19

1.1. Noțiunea de circuit financiar 19

1.1.1. Participanții la circuitele financiare 20

1.1.2. Fluxuri de lichidități în cadrul circuitelor financiare 21

1.1.3. Rolul circuitelor financiare 23

1.2. Identificarea actului financiar 24

1.2.1. Metode de identificare a actului financiar 25

1.3. Clasificarea circuitelor financiare 26

1.3.1. Circuite financiare primare 27

1.3.1.1. Finanțarea directă 27

1.3.1.2. Finanțarea indirectă 29

1.3.2. Circuite financiare secundare 29

1.4. Finanțe publice și finanțe private 30

1.4.1. Finanțe publice 30

1.4.1.1. Funcția de repartiție 31

1.4.1.2. Funcția de control și orientare 32

1.4.1.3. Concepții despre finanțele publice 32

1.4.2. Finanțe private 33

1.4.2.1. Decizii de politică financiară ale întreprinderii 33

CAPITOLUL 2

STRUCTURA FINANCIARĂ A ÎNTREPRINDERII 39

2.1. Conținutul finanțelor întreprinderii 39

2.2. Interpretarea financiară a bilanțului contabil 40

2.2.1. Active imobilizate 41

2.2.1.1. Evaluarea activelor imobilizate 42

BCU "ION CREANGĂ" UNIVERSITY LIBRARY

2.2.2. Active circulante 42
2.2.3. Pasivul bilanțier 44
2.2.3.1. Capitalul propriu 44
2.2.3.2. Rezervele bilanțiere 44
2.2.3.3. Provizioane și semnificația lor financiară 45
2.2.3.4. Pasivul exigibil 47
2.2.4. Angajamente în afara bilanțului 47
2.3. Structura financiară a întreprinderii 48
2.3.1. Criteriul rentabilității în alegerea structurii financiare 49
2.3.2. Criteriul destinației resurselor în alegerea structurii financiare 53
2.3.3. Capacitatea de îndatorare 53

CAPITOLUL 3

EVALUAREA ŞI REEVALUAREA ÎNTREPRINDERII 61
3.1. Evaluare şi reevaluare 61
3.2. Etapele evaluării 62
3.3. Metode de evaluare 63
3.3.1. Metode de evaluare tradiționale 64
3.3.1.1. Metoda matematică contabilă 64
3.3.1.2. Metoda activului net corectat 64
3.3.1.3. Metoda valorii substanțiale 65
3.3.1.4. Metoda capitalului permanent 65
3.3.1.5. Metoda valorii de lichidare 65
3.3.2. Metode de evaluare dinamice 66
3.3.2.1. Metoda fluxurilor de lichidități 67
3.3.2.2. Metode bursiere de evaluare 68
3.3.2.3. Metoda valorii de randament 69
3.3.3. Metode hibride. Goodwill 72
3.3.3.1. Metoda indirectă 73
3.3.3.2. Metoda experților contabili europeni 74
3.3.3.3. Metoda anglo-saxonă 75

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 4

POLITICA DE INVESTIRE 77
4.1. Investirea, decizie financiară strategică 77
4.1.1. Politica de intervenţie a statului în economie 79
4.1.1.1. Obiective ale intervenţiei statului în economie 79
4.1.1.2. Tehnici de intervenţie a statului în economie 80
4.2. Alegerea variantei optime a investiţiei 81
4.2.1. Criteriul rentabilităţii 82
4.2.1.1. Metoda contabilă 82
4.2.1.2. Metoda financiară 84
4.2.1.3. Indicele de profitabilitate 89
4.2.2. Criteriul lichidităţii 90
4.2.3. Criteriul riscului 91
4.3. Surse de finanţare a investiţiilor 93
4.3.1. Surse de finanţare a investiţiilor pentru societăţi comerciale şi regii autonome 93
4.3.2. Echilibrarea tabloului de finanţare-creditare a investiţiilor 96
4.3.3. Resurse pentru finanţarea investiţiilor în sectorul privat 98
4.4. Amortizarea activelor imobilizate materiale 98
4.4.1. Baza teoretică şi caracterul ştiinţific al amortizării 99
4.4.2. Corelaţii între politica de amortizare şi politica de investire 101
4.4.3. Metode de amortizare 102
4.5. Organizarea amortizării activelor materiale imobilizate 105
4.5.1. Norme de amortizare 106
4.5.2. Fondul de amortizare 107
4.5.3. Rata anuală de recuperat 109

CAPITOLUL 5

AUTOFINANŢAREA SAU FINANŢAREA INTERNĂ 111
5.1. Politica de autofinanţare 111
5.1.1. Factori de incidenţă asupra autofinanţării 113
5.1.2. Costul beneficiilor reinvestite 114

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

5.2. Capacitatea de autofinanțare 116
5.3. Corelații dintre autofinanțare, împrumut, amortizare și repartizarea profiturilor 119
5.3.1. Corelația dintre autofinanțare și împrumut 119
5.3.2. Corelația dintre autofinanțare și amortizare 120
5.3.3. Corelația dintre autofinanțare și repartizarea profitului 120
5.4. Politica dividendelor 121
5.4.1. Tipuri de politică a dividendelor 123
5.4.2. Indicatorii politicii de dividend 124
5.4.3. Formele dividendelor 128
5.5. Distribuirea dividendelor 129
5.5.1. Acțiuni cu privilegiul de dividend 129
5.5.2. Acțiuni cu privilegiul de dividend cumulativ 132
5.5.3. Acțiuni cu privilegiul de dividend și de participație 134
5.6. Plata dividendelor și sursele de plată 136

CAPITOLUL 6

CREȘTERI DE CAPITAL 139
6.1. Constituirea, creșterea, reducerea și amortizarea capitalului social 139
6.1.1. Creșterea capitalului social 140
6.1.2. Reducerea capitalului social 140
6.1.3. Amortizarea capitalului social 141
6.2. Creșteri de capital prin noi aporturi în numerar 142
6.2.1. Conținutul și caracteristicile acțiunilor 143
6.2.1.1. Caracteristici ale acțiunilor după fazele emisiunii 143
6.2.1.2. Caracteristici ale acțiunilor după valoarea lor 144
6.2.1.3. Caracteristicile acțiunilor după drepturile pe care le conferă 144
6.2.2. Clasificarea acțiunilor 146
6.2.3. Tehnica emiterii acțiunilor 147
6.2.3.1. Dreptul preferențial de subscriere 149

6.2.3.2. Emisiunea de acțiuni și riscurile acționarilor 151
6.2.4. Rolul băncilor în emisiunea de acțiuni 151
6.2.5. Produse financiare din familia acțiunilor 152
6.3. Creșteri de capital prin încorporarea rezervelor 153
6.3.1. Dreptul de atribuire de acțiuni 153
6.4. Creșteri de capital prin conversiunea datoriilor 155
6.5. Produse financiare intermediare între acțiuni și obligațiuni 156
6.6. Operațiuni asupra capitalului propriu 157
6.6.1. Vânzarea acțiunilor 157
6.6.2. Răscumpărarea acțiunilor 158
6.6.3. Conversiunea acțiunilor 160
6.7. Rolul salariaților ca aducători de fonduri proprii 160
6.8. Costul capitalului propriu 162
6.8.1. Costul explicit al capitalului propriu 163
6.8.2. Costul implicit al capitalului propriu 165

CAPITOLUL 7

FINANȚĂRI PRIN ANGAJAMENTE LA TERMEN 167
7.1. Împrumutul obligatar 167
7.1.1. Împrumutul obligatar privat 168
7.1.2. Împrumutul obligatar public 169
7.1.3. Părțile care intervin în împrumutul obligatar 170
7.1.4. Categorii de obligațiuni 171
7.1.5. Cotarea și cursul obligațiunilor 174
7.1.6. Împrumuturi obligatare ordinare 175
7.1.6.1. Caracteristici ale împrumuturilor obligatare 175
7.1.6.2. Notarea obligațiunilor ordinare 178
7.1.7. Randamentul obligațiunilor 178
7.1.8. Amortizarea împrumuturilor obligatare 180
7.1.8.1. Amortizarea prin anuități constante 180
7.1.8.2. Amortizarea prin serii egale 183
7.1.8.3. Amortizarea în fază unică 184

Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor
BIBLIOTECA

7.1.9. Împrumuturi obligatare convertibile 185
7.2. Finanțarea prin obligațiuni sau prin acțiuni? 186
7.3. Împrumuturi de la instituții financiare specializate 187
7.4. Credite bancare pe termen mijlociu 188
7.4.1. Rambursarea creditelor 189
7.5. Leasing 190
7.6. Costul împrumutului pe termen lung și mijlociu 193
7.6.1. Costul împrumutului obligatar 193
7.6.2. Costul creditului bancar pe termen mijlociu 195
7.6.3. Costul leasing-ului 197
7.6.3.1. Costul operațiunii pentru societatea de leasing 197
7.6.3.2. Costul creditului-bail pentru utilizator 199
7.7. Costul total al capitalului 200

CAPITOLUL 8

FINANȚĂRI PE TERMEN SCURT 203
8.1. Decizia de finanțare pe termen scurt 203
8.2. Resurse de finanțare a activelor circulante 204
8.2.1. Resurse de finanțare pentru societăți comerciale și regii autonome 204
8.3. Fondul de rulment 206
8.3.1. Corelații ale fondului de rulment net 208
8.3.2. Politica fondului de rulment 211
8.4. Credite bancare pe termen scurt 213
8.4.1. Politica de îndatorare și rata rentabilității 213
8.4.2. Politica de îndatorare și riscul financiar 215
8.5. Creditarea societăților comerciale și regiilor autonome 217
8.5.1. Creditele de trezorerie 218
8.5.2. Creditele pentru stocuri, cheltuieli și alte active constituite temporar 219
8.5.3. Creditele pentru stocuri sezoniere 219
8.5.4. Creditele pentru nevoi temporare 219

8.5.5. Scadența și rambursarea creditelor 220
8.5.6. Verificarea garanției creditelor 220
8.5.6.1. Verificarea faptică a garanției creditelor 221
8.5.6.2. Verificarea scriptică a garanției creditelor 222
8.6. Creditarea întreprinderilor mici 223
8.6.1. Riscul creditului 224
8.7. Credite pe termen scurt, specifice economiei de piață 225
8.7.1. Credite de trezorerie 226
8.7.1.1. Credite pentru facilități de casă 226
8.7.1.2. Credite sezoniere 226
8.7.1.3. Credite de legătură 227
8.7.1.4. Credite pentru mobilizarea efectelor financiare 227
8.7.1.5. Credite pe termen foarte scurt 228
8.7.2. Credite de mobilizare 229
8.7.2.1. Creditul de scont 230
8.7.2.2. Creditul pentru mobilizarea creanțelor comerciale 232
8.7.2.3. Creditul pentru mobilizarea creanțelor asupra clienților din străinătate 233
8.7.2.4. Vânzarea creanțelor către societăți specializate 233
8.7.2.5. Creditul pe stocuri (warrants) 234
8.7.3. Credite de prefinanțare 234
8.7.3.1. Creditul de finanțare a lucrărilor publice 234
8.7.3.2. Creditul pentru prefinanțarea exporturilor 235
8.7.3.3. Obligațiuni pe cauțiune 235
8.8. Selectarea creditelor pe termen scurt 235
8.9. Costul creditului pe termen scurt 237
8.9.1. Factorii care influențează nivelul dobânzii 237
8.9.1.1. Rata dobânzii practicată pe piața monetară 237
8.9.1.2. Riscul bancar și calitatea garanțiilor 238
8.9.1.3. Posibilitățile de refinanțare ale băncilor 238
8.10. Costul total al creditului pe termen scurt 239
8.10.1. Determinarea sumei dobânzii 241

8.10.1.1. Calcularea dobânzilor la creditele acordate prin contul curent 242
8.10.2. Costul creditului de scont 245
8.11. Plasamente pe termen scurt 246
8.11.1. Criterii de plasament optim de capital 247
8.11.2. Tipuri de plasamente pe termen scurt 248
8.11.2.1. Reducerea volumului creditelor de trezorerie 248
8.11.2.2. Depozite în conturi bancare 248
8.11.2.3. Plasamente în bonuri de casă 251
8.11.2.4. Plasamente în conturi blocate sau conturi la termen 251
8.11.2.5. Certificate de depozit și bilete de trezorerie 251

CAPITOLUL 9

GESTIUNEA DE TREZORERIE 253
9.1. Previziuni strategice și operaționale în cadrul gestiunii financiare 253
9.2. Gestiunea și politica financiară 255
9.3. Principii ale gestiunii financiare 256
9.4. Conținutul gestiunii de trezorerie 256
9.4.1. Elementele fundamentale ale gestiunii de trezorerie 257
9.5. Modele de evaluare a gestiunii de trezorerie 259
9.5.1. Bugetul de trezorerie 260

CAPITOLUL 10

GESTIUNEA STOCURILOR 261
10.1. Folosirea eficientă a stocurilor 261
10.2. Dimensionarea stocurilor 262
10.2.1. Metoda extrapolării 262
10.2.2. Metoda standard 263
10.2.3. Metoda analitică 265
10.3. Optimul investirii în stocuri 267

BCU "IOAN SLAVICI" TIMIȘOARA UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 11

GESTIUNEA CREDITULUI DINTRE ÎNTREPRINDERI 271
11.1. Gestiunea creditului-client 271
11.1.1. Fundamentarea deciziei de credit-client 273
11.1.2. Creditul-client ca element de gestiune 274
11.1.3. Componentele politicii de credit-client 275
11.1.4. Rolul compartimentului "credit-client" 277
11.1.5. Controlul asupra operațiilor de credit-client 279
11.1.5.1. Metoda indicatorilor 279
11.1.5.2. Metoda plafonului de credit 280
11.1.5.3. Metoda vechimii creanțelor 281
11.1.6. Recuperarea creanțelor 282
11.1.7. Factoring 283
11.2. Gestiunea creditului-furnizor 284

CAPITOLUL 12

GESTIUNEA ÎNCASĂRILOR ŞI PLĂȚILOR 289
12.1. Previziunea zi cu zi a încasărilor şi plăților 289
12.2. Metoda termenelor de plată/încasare 290
12.3. Optimizarea încasărilor şi plăților 292
12.4. Încasări şi plăți cu numerar ale agenților economici 292
12.4.1. Limitele încasărilor şi plăților cu numerar 293
12.5. Încasări şi plăți fără numerar 294
12.5.1. Cecul 294
12.5.1.1. Tipuri de cecuri 295
12.5.1.2. Girarea, avalizarea şi protestarea cecurilor 297
12.5.1.3. Procesarea bancară a cecurilor 298
12.5.2. Cambia 299
12.5.2.1. Funcțiile cambiei 300
12.5.2.2. Acceptarea, avalizarea şi plata cambiei 300
12.5.3. Biletul de ordin 301
12.5.4. Reglementări comune cambiei şi biletului la ordin 302

BCU CLUJ UNIVERSITY LIBRARY

12.5.5. Viramentul 303
12.5.6. Compensarea 305
12.5.7. Cărțile de credit (carduri) 305
12.5.7.1. Cărți bancare 307
12.5.7.2. Cărți private 309
12.5.7.3. Cărți de credit emise de alte instituții 309
12.5.7.4. Utilizarea cărților de credit prin Internet 310
12.6. Capacitatea de plată a agenților economici 310
12.6.1. Comportamente obligatorii pentru menținerea capacității de plată 311
12.7. Lichiditatea financiară a agenților economici 312
12.7.1. Metoda coeficienților în analiza lichidității financiare 313
12.7.1.1. Coeficienții de structură 314
12.7.1.2. Coeficienții de gestiune 316
12.7.2. Lichiditatea patrimonială 317
12.7.3. Corelația dintre lichiditatea financiară și capacitatea de plată 317
12.8. Solvabilitatea și bonitatea agenților economici 318

CAPITOLUL 13

GESTIUNEA PORTOFOLIULUI 319
13.1. Gestiunea portofoliului. Conținut – principii 319
13.2. Categorii de investitori și implicații 320
13.3. Modalități de gestionare a portofoliului 321
13.4. Gestionarea portofoliului de acțiuni 321
13.4.1. Evaluarea și reevaluarea acțiunilor 322
13.4.2. Cotarea acțiunilor la bursa de valori. Avantaje 324
13.4.3. Conținutul și rolul Registrului bursei de valori mobiliare 326
13.4.4. Tranzacționarea la bursă a acțiunilor 327
13.4.5. Ordine utilizate la bursa de valori 328
13.5. Gestiunea portofoliului de obligațiuni 329
13.5.1. Randamentul obligațiunilor 330
13.5.2. Riscul obligațiunilor 332
13.6. Tipuri de portofolii 333

CAPITOLUL 14

GESTIUNEA RISCULUI RATEI DOBÂNZII ŞI A CURSULUI DE SCHIMB VALUTAR 335
14.1. Riscul de dobândă pentru agenţii economici 335
14.2. Gestiunea riscului de dobândă, componentă a gestiunii financiare 336
14.3.Tehnici tradiţionale de protecţie împotriva riscului de dobândă 340
14.4. Tehnici noi de protecţie împotriva riscului de dobândă 341
14.4.1. Swap pentru rata dobânzii 342
14.4.2. Contractul la termen pentru rata dobânzii (CT-D) 343
14.4.3. Opţiuni pentru rata dobânzii 344
14.5. Riscul valutar pentru agenţii economici 349
14.5.1. Categorii de risc valutar 350
14.6. Protecţia împotriva riscului valutar 351
14.6.1.Protecţia în cadrul contractului 352
14.6.2. Protecţia în afara contractului 353
14.7. Acoperirea la termen împotriva riscului valutar 355
14.7.1. Swap – devize 355
14.7.2. Contractul la termen – devize 356
14.7.3. Opţiuni – devize 357

CAPITOLUL 15

DIAGNOSTICUL FINANCIAR 359
15.1. Obiectivele şi scopurile financiare ale întreprinderii 359
15.2. Diagnosticul strategic şi evaluarea financiară a întreprinderii 360
15.3. Diagnosticul financiar 361
15.3.1. Obiectivele diagnosticului financiar 361
15.3.2. Diagnosticul financiar în termeni de lichiditate 364
15.3.3. Diagnosticul financiar în termeni de rentabilitate 367
15.3.3.1. Comensurarea rentabilităţii 368
15.3.3.2. Comensurarea rentabilităţii pe baza datelor contabile 372
15.3.3.3. Comensurarea rentabilităţii pe baza fluxurilor 374

BCU "ION CREANGĂ" UNIVERSITY LIBRARY

15.3.4. Semnificația indicatorului excedent de trezorerie 376
15.3.5. Diagnosticul financiar în termeni de îndatorare 376
15.3.5.1. Corelația îndatorare – rentabilitate 377
15.4. Metoda diagnosticului financiar 380
15.4.1. Metoda comparației 380
15.4.2. Metoda analogiilor 382

CAPITOLUL 16

ANALIZA ECHILIBRULUI FINANCIAR 385
16.1. Necesitatea analizei echilibrului financiar 385
16.2. Analiza statică 387
16.2.1. Prezentare generală 387
16.2.2. Structura bilanțului și raportul lichiditate-exigibilitate 389
16.2.3. Instrumente ale analizei statice 390
16.2.3.1. Fondul de rulment 390
16.2.3.2. Ratele financiare stabilite pe baza bilanțului 391
16.2.3.3. Relația fundamentală a trezoreriei 394
16.2.4. Studiu de caz 398
16.3. Analiza dinamică 401
16.3.1. Fluxurile de fonduri 402
16.3.2. Tabloul de finanțare 403
16.3.3. Incidența inflației 408
16.3.4. Studiu de caz 408

BIBLIOGRAFIE 413

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

PREFAȚĂ

Pornind de la teza că ceea ce face valoarea unei întreprinderi este capacitatea sa de profit, situația sa concurențială, cantitatea și calitatea produselor și serviciilor pe care le realizează, calitatea personalului de conducere și de execuție, climatul social și calitatea gestionării patrimoniului, autorii încearcă să dea o rezolvare pragmatică, fundamentată prin metode matematice, celor două principale decizii la nivelul întreprinderii: decizia de investire și decizia de finanțare.

Practic, întreaga tratare vizează două părți mari: deciziile de investire și finanțare, pe de o parte, și gestionarea financiară a patrimoniului, pe de altă parte. Prima parte are în vedere problematica selectării proiectelor de investire după criteriile rentabilității, lichidității financiare și riscului, precum și modalitățile de constituire a fondurilor proprii și împrumutate pentru finanțări pe termen lung și pe termen scurt. Cea de-a doua parte urmărește problematica maximizării valorii întreprinderii printr-o gestionare eficientă a stocurilor, creanțelor-clienți, creditului-furnizor, a încasărilor și plăților, portofoliului de active financiare, precum și a riscului de dobândă și de curs valutar.

Lucrarea este concepută, în primul rând, pentru a sta la îndemâna studenților de la instituțiile de învățământ superior economic, dar poate servi în egală măsură și specialiștilor din economie, practicienilor în domeniul managementului financiar la nivel microeconomic, pentru adaptarea lor la procesele moderne de dimensionare a diverselor nevoi de fonduri și de gestionare competitivă a elementelor patrimoniale pentru ca, în condiții concurențiale, să poată obține rentabilități acceptabile.

BCU "CAROL I" - LIBRARY

Contribuția autorilor la realizarea lucrării este următoarea:

- *Prof. univ. dr. Mihai TOMA (Cap. 1–15);*
- *Lector univ. dr. Felicia ALEXANDRU (Cap. 16).*

Fără a-și propune drept scop dezvoltarea teoriilor economice sau diverse tehnici sofisticate, lucrarea de față se plasează, în principal, la nivelul conceptelor financiare cele mai recente și al problemelor practice ridicate de aplicarea lor.

Sperăm ca eforturile noastre să-și găsească răsplata în interesul cititorilor pentru temele abordate, care pot găsi răspunsuri utile la multe dintre întrebările lor și, totodată, un bun punct de plecare pentru documentarea ulterioară în domeniul managementului financiar.

AUTORII

BCU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Circuite financiare

1.1. Noțiunea de circuit financiar

În limbajul obișnuit circuitul integrează un concept de forme (spațiul închis corespunzător mai mult sau mai puțin unui cerc) și un concept de timp echivalent, eventual, cu lungimea totală a cercului sau a perimetrului formei geometrice respective. Cele două concepte de mai sus aplicate la relațiile economice în scopul de a ține cont de maniera în care circulă bogățiile într-un spațiu dat reprezintă **circuitul economic.**

Un circuit economic integrează cinci componente fundamentale:

- ⇒ spațială, în sensul că se ține seama de toate activitățile economice ce se produc într-un cadru geografic definit, cel mai adesea într-o țară;
- ⇒ temporală, în sensul că activitatea economică se desfășoară în timp, continuu, se analizează pe perioade, cel mai adesea pe un an;
- ⇒ tranzacțională, în sensul că au loc schimburi de bogății, tranzacții care iau forma fluxurilor reale (bunuri și servicii) și fluxurilor monetare care stau la originea apariției valorii adăugate;
- ⇒ dinamică, în sensul că circuitele reprezintă o economie în mișcare și nu statică, astfel încât circuitul nu este niciodată închis; se nasc continuu fluxuri care împiedică întoarcerea la punctul de plecare;
- ⇒ macroeconomică, în sensul că circuitele se plasează la nivelul combinării operațiunilor microeconomice interdependente, realizate pe diferite piețe.

Circuitele financiare, ca parte a circuitelor economice, se constituie prin interacțiunea fluxurilor născute din operațiuni în care intervin resurse pecuniare afectate nevoilor pe orice perioadă. Circuitele financiare, privite temporal, pot fi pur financiare și vizează resurse pecuniare afectate nevoilor pe termen lung și circuite monetare, care vizează resurse pecuniare afectate nevoilor pe termen scurt.

O operațiune nu conține circuite financiare decât dacă ea face să intervină o mișcare pecuniară în contrapartida unui activ financiar transmisibil pe o piață. Se exclud din sfera circuitelor financiare creditul comercial sau compensările dintre întreprinderi, contractele de asigurări de bunuri sau de viață, întrucât creanțele

acestea nu sunt transmisibile, deși ele nu sunt neutre asupra formării echilibrului financiar.

Prin urmare, circuitele financiare nu sunt constituite din interacțiunea tuturor fluxurilor născute din operațiuni în care intervin resurse pecuniare. Nu este suficient, spre exemplu, ca poziția debitoare sau creditoare a unui agent economic să se modifice pentru ca fluxul care se găsește la originea acestei mișcări să releve un circuit financiar.

1.1.1. Participanții la circuitele financiare

Circuitul financiar reprezintă fluxul de lichidități determinat de diferite decizii financiare și exprimă relațiile dintre diverși agenți economici. Funcționarea circuitelor financiare face necesară intervenția a patru categorii de agenți economici: acționarii, conducătorii, creanțierii și statul.

• *Acționarii* sunt deținătorii de titluri, proprietarii societății comerciale, care-și asumă riscul de capital și de remunerație și au drept obiectiv maximizarea valorii titlurilor și a remunerației, în schimbul riscului asumat.

• *Conducătorii* (managerii) sunt cei ce-și asumă obligația de a gestiona averea acționarilor, conform intereselor acestora. Există un sistem de control care face ca managerii să nu se poată abate de la o gestionare responsabilă față de acționari, întrucât ei sunt mandatați ai acestora.

Totuși, mai ales la marile societăți comerciale pe acțiuni, obiectivele conducătorilor sunt, adesea, divergente de ale acționarilor. Deși ambii participanți la circuitul financiar urmăresc maximizarea valorii întreprinderii, căile de urmat pot fi diferite: distribuirea unei părți însemnate a profitului sub forma dividendelor conduce la satisfacerea cerințelor de remunerație ale acționarilor, la tendința de păstrare a acțiunilor și, implicit, oferta scăzută de titluri pe piață, ceea ce se repercutează favorabil asupra cursului bursier, deci a valorii de piață a întreprinderii, dar cu prețul micșorării capacității de autofinanțare și al creșterii economice; conducătorii urmăresc același obiectiv strategic al maximizării valorii întreprinderii, dar pe calea reinvestirii unei părți însemnate a profitului, a creșterii capacității de autofinanțare care să ducă la creșterea economică, dar cu prețul reducerii lichidităților acționarilor, ceea ce poate provoca nemulțumiri acestora, tendința de a vinde acțiunile, modificarea raportului între cerere și oferta de acțiuni, de unde posibilitatea scăderii cursului bursier și, prin urmare, a valorii de piață a întreprinderii înseși.

• *Creanțierii* sau creditorii întreprinderii își asumă niște riscuri, motiv pentru care pretind o remunerație corespunzătoare a capitalului lor. Remunerarea creanțierilor nu ține seama însă de rezultatele activității întreprinderii: dobânda la împrumut trebuie plătită indiferent că întreprinzătorii au profit mare sau mic. Ținând seama și de necesitatea rambursării capitalului la scadență, pot rezulta cheltuieli financiare fixe mai greu sau mai ușor de suportat.

Riscurile creanţierilor pot fi diverse: risc de dobândă, risc de inflaţie, risc de faliment al debitorilor.

Creanţierii urmăresc obţinerea dobânzii contractuale şi recuperarea capitalului, dar o fluctuaţie à la hausse a ratei dobânzii poate provoca pierderi de oportunitate pentru creanţieri, care ar fi putut să-şi plaseze capitalurile cu dobânzi mai avantajoase, după cum o fluctuaţie à la baisse poate aduce un câştig suplimentar.

Variaţia preţurilor datorată proceselor inflaţioniste poate genera pierderea puterii de cumpărare a capitalului recuperat de creanţieri sau, dimpotrivă, un câştig de oportunitate pentru aceştia.

Riscul de faliment sau riscul economic este, de departe, cel mai însemnat risc suportat de creanţieri, respectiv riscul de a nu-şi recupera capitalul din cauza insolvabilităţii debitorilor. Împotriva acestui risc creditorii nu sunt protejaţi decât de politica lor prudentă şi inteligentă, motiv pentru care ei solicită clauze asiguratorii în contractele încheiate.

- *Statul*, ca participant în circuitele financiare, intervine la diferite niveluri prin politica fiscală şi oferta de capital, influenţând comportamentul celorlalţi participanţi.

Intervenţia statului prin fiscalitate. Aşezarea şi perceperea impozitului pe profit sau a impozitului asupra operaţiunilor de dezinvestire pot stimula sau descuraja anumite categorii de operaţiuni economice sau de agenţi economici. În acelaşi fel acţionează taxa pe valoarea adăugată pentru operaţiuni de exploatare. Remunerarea capitalului investit provoacă, de asemenea, efecte fiscale atât pentru întreprinderi, cât şi pentru aducătorii de capital.

Intervenţia statului prin oferta de capital. Statul are o influenţă puternică asupra ofertei plasamentelor financiare, intervenind într-o măsură însemnată în stabilirea ratei dobânzii. Anumite tipuri de operaţiuni sau diverşi agenţi economici pot avea condiţii privilegiate prin credite ieftine, deschideri de ajutoare diverse sau subvenţii.

1.1.2. Fluxuri de lichidităţi în cadrul circuitelor financiare

Noţiunea de flux, împreună cu cea de stoc formează baza însăşi a finanţelor. **În prima fază** agenţii economici cu lichidităţi le folosesc în cadrul întreprinderii pentru operaţiuni de investire. Aici se confruntă cererea de lichidităţi din partea întreprinderii cu oferta de lichidităţi din partea aducătorilor de capital. Piaţa financiară este locul de întâlnire a cererii cu oferta.

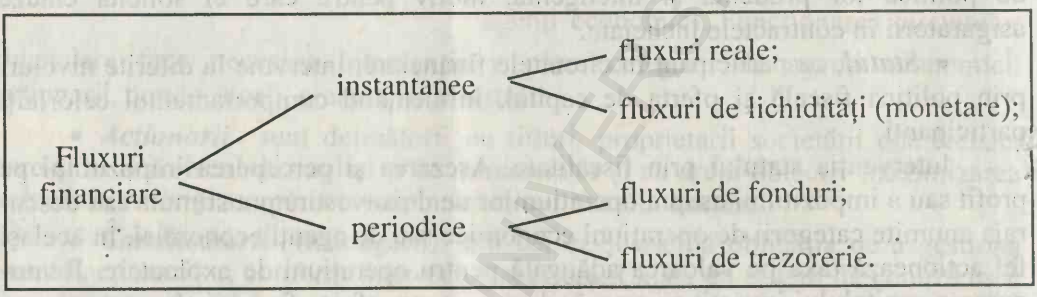
În schimbul lichidităţilor întreprinderea emite titluri sub forma acţiunilor şi obligaţiunilor. Piaţa financiară este o piaţă rezultând din confruntarea cererii cu oferta de titluri, prin urmare în sensul strict piaţa financiară se compune din piaţa acţiunilor şi obligaţiunilor, ca titluri pe termen lung. Operaţiunile de colectare de capitaluri sunt, în conţinut, operaţiuni financiare.

În faza a doua conducătorii întreprinderii decid alocarea fondurilor colectate cumpărând active. Acum are loc un flux de lichidități legat de operațiunile de investire, prin care se procură active comerciale, industriale sau financiare emise de alte întreprinderi sau instituții financiare.

Utilizarea activelor cumpărate pentru activități de producție, servicii sau comerciale urmărește obținerea unor lichidități viitoare provenind din operațiuni de exploatare.

În acest context se produc fluxurile pozitive de lichidități provenind din activitatea de exploatare și de dezinvestire, precum și fluxuri negative de lichidități provenind din prelevări fiscale, remunerarea capitalului și din noi operațiuni de investire.

O privire de ansamblu asupra fluxurilor financiare ne permite clasificarea lor după cum urmează:



Fluxurile reale se nasc dintr-un angajament contractual între întreprindere și un agent extern. Ele au drept punct de plecare o tranzacție asupra unui bun sau serviciu, asupra unui împrumut sau rambursare a unei datorii.

Fluxurile reale corespund unui schimb de valori între doi agenți, exprimat bănește la data consemnării angajamentului respectiv, data transferului de proprietate, data prestării serviciului, a livrării, a facturării sau a scadenței contractuale la împrumut. Aceste fluxuri sunt instantanee întrucât sunt concepute să se producă în momentul înregistrării contabile și se bazează pe o evaluare monetară făcută în prealabil.

Fluxurile de lichidități (monetare) corespund plăților care intervin în contrapartida fluxurilor reale. Plățile se fac, de regulă, în monedă deși pot avea loc și contra unor active acceptate.

Fluxurile de trezorerie se evaluează făcând suma fluxurilor de lichidități care se produc într-o perioadă, rezultând fluxuri de intrare sau de ieșire. Se poate proceda la însumarea încasărilor zilnice, a plăților zilnice, se face soldul, pentru ca, ulterior, să se extrapoleze la diverse perioade de timp (lună, trimestru). Fluxurile de trezorerie pozitive și negative pot fi utilizate, spre exemplu, la determinarea rentabilității investițiilor, când se iau în considerare cheltuielile inițiale și veniturile viitoare actualizate.

Fluxurile de fonduri se mai numesc și fluxuri potențiale de trezorerie în măsura în care ele conduc, mai curând sau mai târziu, la fondul de trezorerie efectiv.

Fluxurile de fonduri pot fi:
- ⇒ flux de fonduri necesare;
- ⇒ flux de fonduri de resurse.

⇒ *Fluxul de fonduri necesare* se identifică cu lichiditățile imobilizate, adică investiri în active imobilizate, stocuri sau creşterea creanțelor-clienți.

⇒ *Fluxul de fonduri de resurse* se concretizează în creşterea lichidităților pe diverse căi cum ar fi, spre exemplu, scăderea creanțelor-client, împrumuturi bancare aprobate etc.

Fluxul de fonduri este mai puțin imediat decât fluxul de trezorerie. Un venit nu este un flux de fonduri decât dacă este urmat de o încasare, în timp ce o cheltuială nu este un flux de fonduri decât dacă este urmat de o plată.

Putem distinge trei categorii de fluxuri de fonduri:

- fluxuri de fonduri legate de ciclul de investire şi de finanțare, care nu se iau în considerare la calcularea capacității de autofinanțare, concretizate în suma investițiilor înregistrate în bilanț;
- fluxuri de fonduri interne, care corespund capacității de autofinanțare, reprezentând diferența dintre fluxurile reale (venituri sau cheltuieli care figurează în contul de rezultate) şi care au drept contrapondere fluxuri de trezorerie;
- fluxuri rezultate din decalajul dintre fluxurile reale şi fluxurile de trezorerie.

1.1.3. Rolul circuitelor financiare

Circuitele financiare apar într-o economie începând din momentul în care un bun se impune a servi drept monedă, favorizând formarea de economii pe termen lung, susceptibile de a fi investite fără a obliga, prin aceasta, agenții care le realizează să se abțină de la consum.

Circuitele financiare stau la baza dezvoltării oricărei economii. Ele servesc pentru punerea la dispoziția economiei a unei cantități optime de monedă, necesară echilibrului real. În acelaşi timp, ele au drept scop de a realiza o repartiție optimă a cantității de monedă între diferiții agenți economici, o mai mare stabilitate economică posibilă.

Eficiența circuitelor financiare reprezintă una din condițiile creşterii economice. Ea depinde de costul de realizare a circuitelor, de condițiile în care pot interveni, de infuzia de capital pe care o provoacă, precum şi de rolul său în realizarea echilibrului economic real.

Pentru ca un circuit financiar să fie eficient trebuie să răspundă unor cerințe:

⇒ orice circuit trebuie să întrunească un număr mare de participanți plasați în aceleaşi condiții (pluriparticipativ);

⇒ orice circuit trebuie să permită răspândirea largă a informațiilor disponibile asupra costului minim *(transparență)*. Un circuit este eficient dacă prețul la a cărui stabilire contribuie se situează totdeauna în echilibru, reflectând astfel ansamblul informațiilor cunoscute. Un astfel de circuit eficient concură la minimizarea riscurilor făcând inutilă apariția operațiunilor de arbitraj;

⇒ orice circuit trebuie să permită unui participant potențial de a intra în circuit sau de a ieși din circuit. Pentru aceasta este necesar ca activele să fie ușor transmisibile, ușor lichide și evaluabile *(deschiderea)*;

⇒ orice circuit trebuie să fie legat de altele cu minimum de restricții pentru a se putea adapta în timp și în spațiu nevoilor agenților economici cu capacități de finanțare față de agenții economici cu nevoi de finanțare *(interdependența)*;

⇒ orice circuit trebuie să se refere asupra unui tip de activ foarte bine definit sub aspectul naturii sale, a scadenței etc. *(omogenitatea)*.

1.2. Identificarea actului financiar

Actul financiar apare, la prima vedere, ca o practică financiară a întreprinderii, ca un ansamblu de activități ale întreprinderii, grupate în jurul serviciilor financiare sau al compartimentului financiar-contabil și care sunt exprimate bănește.

Abordate empiric, finanțele ar reprezenta ansamblul activităților serviciului financiar. În realitate însă, sarcinile serviciului financiar variază foarte mult de la o întreprindere la alta, ceea ce face dificil de a înțelege finanțele ca o sumă de activități diferite ale diferitelor servicii financiare. Sarcinile serviciilor financiare sunt, în mod evident, eterogene. Unele au un caracter mai degrabă administrativ decât financiar (declarații de impunere, negocierea contractelor de asigurare, controlul asupra plăților, păstrarea fondurilor și portofoliilor etc.), rezultând, practic, o interpătrundere a actelor administrative cu cele financiare. Aceasta înseamnă că nu toate actele serviciilor financiare sunt acte financiare.

În același timp, anumite activități eminamente financiare cum sunt deciziile financiare importante, privitor la mari investiții, sau privitoare la creșterile de capital, apelarea la credite pe termen lung etc. nu cad în competența serviciilor financiare, ci a consiliilor de administrație și altor organe reprezentând conducerea întreprinderilor. Din moment ce anumite activități ale serviciilor financiare sunt mai mult administrative și de gestiune, iar alte activități financiare se rezolvă la alte niveluri, este clar că nu se poate pune semnul egalității între activitatea financiară (actele financiare) și activitatea serviciilor financiare.

Reprezentarea actului financiar poate fi realizată în două forme: reprezentare contabilă și reprezentare economică.

Reprezentarea contabilă a actului financiar rezidă în a considera că bilanțul este fotografia economico-financiară a întreprinderii, modelul elementar al acesteia. O astfel de reprezentare a servit mult timp drept cadru unic de analiză a deciziilor. Bilanțul pune în evidență ansamblul proporțiilor care există la un moment dat între nevoi și resurse, formând suportul pentru analiza statică a echilibrului financiar între elementele de activ (imobilizări, stocuri, clienți, disponibilități bănești) și cele de pasiv (capital propriu, rezerve, credite pe termen lung, mijlociu și scurt, credite comerciale).

Dacă reprezentarea contabilă a actului financiar este indispensabilă pentru o bună înțelegere a acestuia ea rămâne, totuși, insuficientă și sumară. Este insuficientă pentru că prezintă actul financiar în mod static și la trecut (realizări bilanțiere)

neputând furniza informații asupra activității financiare ce exprimă proiecte de viitor ale întreprinderii. În afară de aceasta, un număr de reguli contabile, mai ales în materie de evaluare, se dovedesc adesea inadaptabile nevoilor analizei financiare.

Reprezentarea economică a actului financiar pune accentul pe fluxurile pozitive și negative (de intrare și de ieșire) spre deosebire de reprezentarea contabilă care pune accentul pe stocuri, solduri, ori alte cantități existente la un moment dat.

Actul financiar naște relații de schimb pe care întreprinderea le întreține cu terții: fluxurile de cumpărare de mărfuri și servicii (fluxuri pozitive) corespund fluxurilor de ieșire, adică de plăți (fluxuri negative); la rândul lor, fluxurile de vânzare de mărfuri și servicii corespund fluxurilor de intrare, respectiv de încasări. Aceste fluxuri financiare de contrapartidă (fluxuri contrarii) pot sau nu să fie decalate în timp în raport cu fluxurile reale. Aceasta înseamnă, spre exemplu, că unor fluxuri reale de ieșire sub forma vânzărilor de mărfuri poate să nu le corespundă un flux concomitent de intrare sub forma încasărilor, dacă vânzarea s-a făcut pe credit comercial. Situația decalajului poate avea loc și în cazul când unui flux pozitiv de intrare de mărfuri nu-i corespunde imediat un flux de plată a acestora.

În afara acestor fluxuri financiare de contrapartidă mai există și fluxuri financiare autonome, care rezultă din operațiuni strict financiare, cum este cazul impozitelor, subvențiilor, creditelor, împrumuturilor obligatare etc., când unor fluxuri pozitive sau negative nu le urmează nici un fel de fluxuri contrarii.

Sub aspect practic și conceptual reprezentarea contabilă și cea economică ale actului financiar sunt complementare: fluxurile sunt născute din stocuri și generează stocuri.

1.2.1. Metode de identificare a actului financiar

Metodele de identificare a actului financiar le-am putea grupa în: interne și externe, neutre sau normative.

Metodele internă sau externă au în vedere abordarea actului financiar din interiorul sau din afara structurii economice analizate. Analistul intern (șeful serviciului financiar, contabilul-șef, directorul) abordează actele financiare sub aspectul interesului întreprinderii, în timp ce cel extern (banca, asigurătorul, acționarul) are în vedere alte aspecte: dacă creditele sunt garantate, dacă acțiunile reprezintă un plasament bun etc. Ceea ce deosebește aceste două moduri de abordare este cuantumul de informații de care dispun cei doi analiști (cercetători). Evident, analistul intern dispune de informații mult mai bogate, practic întreaga evidență contabilă și statistică, documente ale evidenței primare etc. îi stau la dispoziție în vederea luării deciziilor. Analistul extern dispune doar de datele pe care întreprinderea consimte să i le furnizeze sau este obligată s-o facă.

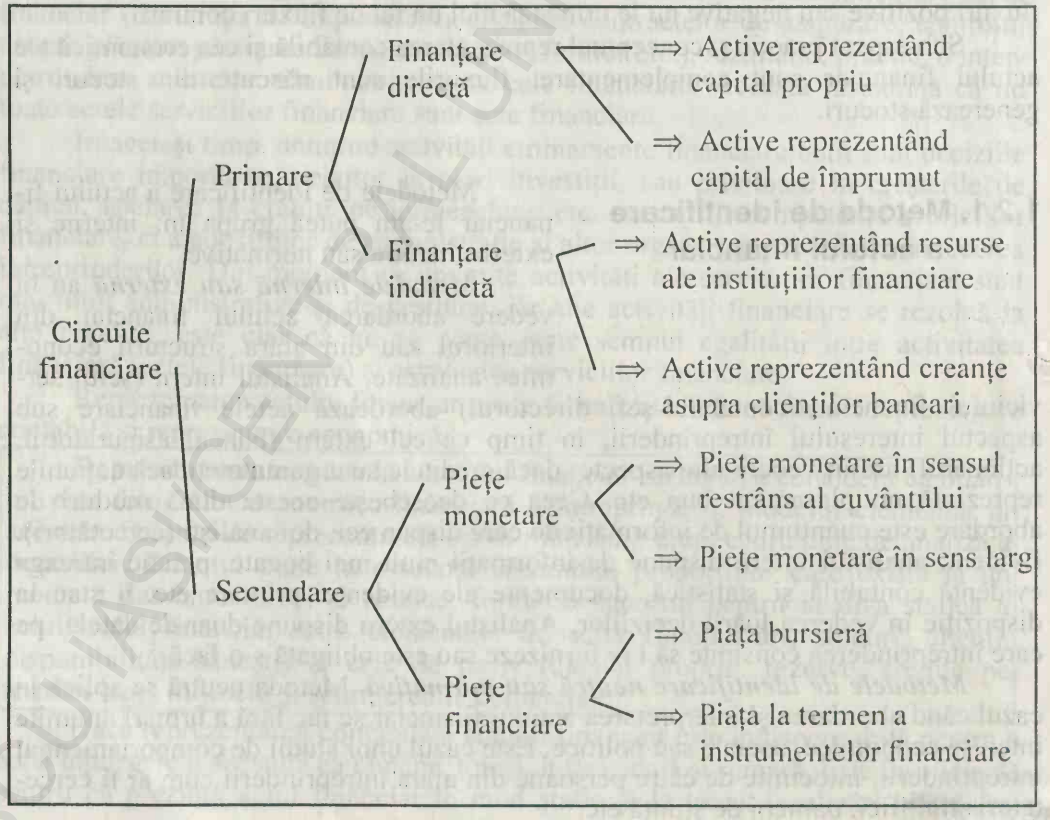
Metodele de identificare neutră sau normativă. Metoda neutră se aplică în cazul când abordarea și interpretarea actului financiar se fac fără a urmări anumite interese economice, sociale sau politice. Este cazul unor studii de comportament al întreprinderii, întocmite de către persoane din afara întreprinderii cum ar fi cercetători științifici, oameni de știință etc.

Metoda normativă este utilizată când abordarea fenomenului financiar și interpretarea lui se realizează în scopuri bine determinate, de către factori interesați asupra vieții financiare a întreprinderii, asupra viabilității, rentabilității, solvabilității, creșterii economice în perspectivă etc. În astfel de cazuri situația întreprinderii se apreciază în funcție de anumiți indicatori unanim utilizați în cazuri similare și de valorile pe care aceștia le exprimă. Interesați în astfel de aprecieri pot fi băncile, societățile de asigurare, acționarii sau investitorii posibili, precum și unii factori interni din întreprindere, precum șefi ai serviciilor financiare etc.

Există adesea interferențe între modurile normative de abordare a actului financiar. Spre exemplu, șeful serviciului financiar trebuie să țină seama, în realizarea actelor financiare, atât de condițiile impuse de bancă (factor extern), de cerințele acționarilor, cât și de necesitatea creșterii economice, creșterii rentabilității, a eficienței folosirii capitalului propriu și care se analizează după norme (indicatori) unitare.

1.3. Clasificarea circuitelor financiare

Circuitele financiare se pot clasifica conform schemei următoare:



BCU IAȘI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

1.3.1. Circuite financiare primare

Baza definirii circuitelor financiare primare o constituie crearea de active. În schimbul obținerii de monedă agenții economici sunt obligați să creeze active financiare. Aceste active reprezintă contrapartida necesară cererii de lichidități (bani) pentru finanțare. Ofertanții de monedă vor, în schimb, titluri de proprietate sau de creanță (acțiuni sau obligațiuni).

Crearea de active anticipează obținerea unor venituri financiare generate de fluxuri reale, care, fie că au avut loc, fie că încă n-au avut loc. În primul caz, fluxurile financiare nu vor interveni decât la un termen mai îndepărtat, activele create având drept scop de a apropia termenul obținerii de lichidități; în al doilea caz, titlurile emise constituie condiția însăși a obținerii veniturilor reale așteptate (prin investire) sau sunt total independente (cererea de monedă pentru consum).

Logic, ar trebui ca crearea de active în scopul obținerii de lichidități să pună în legătură directă agenții economici cu nevoi de investire, cu agenții economici cu excedent de lichidități. Acest lucru nu se întâmplă din diverse motive: necunoașterea reciprocă a părților, riscul de ilichiditate, lipsa de suplețe (cerere-ofertă), scadențe, cuantum etc. De aceea circuitele financiare sunt organizate, în principal, de organismele financiare care intermediază realizarea circuitelor prin crearea de mijloace de plată și transformarea de titluri.

1.3.1.1. Finanțarea directă

Finanțarea directă a unui agent economic este mai rar întâlnită decât finanțarea indirectă, însă vizează sume atât de importante, încât un singur ofertant de fonduri nu poate face față cerințelor. Această tehnică de finanțare este proprie întreprinderilor mari și se concretizează în emiterea unui număr foarte mare de active identice (valori mobiliare) de valoare nominală mică ce se achiziționează de un număr mare de subscriitori. Astfel de active pot face obiectul tranzacțiilor pe piețe secundare (burse de valori mobiliare).

Intervenția instituțiilor financiare nu este exclusă în procesul finanțării directe, fără a avea însă aceeași importanță ca în cazul finanțării indirecte. De regulă, instituțiile financiare joacă un rol de intermediar sau chiar un rol de subscriitor, asemănător cu al oricărui alt împrumutător.

Finanțarea directă pune față în față finanțarea unor agenți nefinanciari, de către alți agenți nefinanciari. Ea permite acoperirea unor nevoi pe termen lung pe seama unor economisiri pe termen lung.

Transformarea economisirilor (lichidităților) în active mobiliare este **riscantă** ca urmare a posibilităților apariției lipsei de lichiditate pentru subscriitori, mai ales când activele ce fac obiectul tranzacțiilor nu sunt cotate la bursă: totodată, astfel de

tranzacții pot fi **periculoase**, întrucât riscul de pierdere de capital este ridicat pentru activele cotate la bursă, în contract nefiind prevăzut nici un preț ferm de răscumpărare.

Finanțarea directă creează două tipuri de active:

1) acțiuni și părți sociale;

2) obligațiuni.

Din punctul de vedere al ofertantului de fonduri (subscriitor) aceste două tipuri de active se deosebesc juridic și economic: acțiunile creează un drept de proprietate și generează un venit variabil, în timp ce obligațiunile reprezintă un drept de creanță și generează venituri fixe.

Din punctul de vedere al solicitantului de fonduri (emitent) activele create în cadrul finanțării directe se pot împărți în două grupe: active care se integrează în capitalul propriu (acțiuni, părți sociale) și active care se integrează în capitalul de împrumut (obligațiuni).

a) ***Active financiare integrate în capitalul propriu.*** Acțiunile, ca principale active integrate în capitalul propriu, reprezintă titluri fără valoarea garantată, care conferă deținătorilor dreptul de coproprietar și de participare la repartizarea profiturilor. Sub aspectul caracteristicilor, există o mare varietate de acțiuni care să răspundă preferințelor subscriitorilor: acțiuni clasice, cu drept de vot, acțiuni cu dividende prioritare (fără influență asupra exercitării puterii), obligațiuni convertibile în acțiuni sau obligațiuni cu bon de subscriere în acțiuni (care dau loc unei creșteri viitoare de capital) etc.

O acțiune poate da naștere la două fluxuri impozabile: cu ocazia obținerii dividendelor anuale și cu ocazia vânzării acțiunilor.

Dividendul este un venit al acționarului și deci este supus impozitării. Societatea comercială a plătit însă impozit pe profit înaintea distribuirii dividendelor, ceea ce a condus, desigur, la micșorarea dividendelor. Pentru evitarea dublei impuneri se poate proceda astfel: acționarul integrează în venitul impozabil volumul dividendului primit plus impozitul suportat în faza impozitării pe profit al societății comerciale; venitul total astfel determinat se impozitează aplicându-se cota de impozit legală; din suma totală a impozitului datorat se scade acea parte din impozit suportată în prima fază.

Cu prilejul vânzării acțiunilor, plusvaloarea netă obținută (diferența dintre prețul de vânzare și cel de cumpărare a acțiunilor) este, de asemenea, impozitată.

b) ***Active financiare integrate în capitalul împrumutat.*** Împrumuturile obligatare contractate de societățile comerciale, împrumuturi individuale sau împrumuturi grupate, ca și împrumuturile obligatare contractate de către stat sau diverse organisme ale statului conduc la realizarea unor finanțări pe termen lung pe seama cărora emitenții respectivi își constituie diverse active financiare. Este firesc ca aceste active constituite să aibă drept corespondent în pasivul bilanțului datorii pe termen lung.

Împrumuturile obligatare se realizează prin emisiunea şi vânzarea de obligaţiuni, care reprezintă titluri de creanţă pentru deţinători şi titluri de credit pentru emitenţi. Există o mare varietate de obligaţiuni, cu caracteristici diferite pentru a răspunde cerinţelor potenţialilor cumpărători şi a asigura succesul plasării împrumutului: obligaţiuni clasice cu dobândă fixă şi variabilă, obligaţiuni convertibile, participative, obligaţiuni deschise, obligaţiuni cu cupon zero şi unic, obligaţiuni cu bon de subscriere în acţiuni etc.

1.3.1.2. Finanţarea indirectă

Circuitele financiare prin care se asigură finanţarea indirectă a agenţilor economici corespund, în marea majoritate a cazurilor, pieţelor financiare mici, atât prin sumele angajate, cât şi prin numărul participanţilor la o tranzacţie şi numărul activelor ce se creează.

Cea mai mare parte a operaţiunilor de finanţare indirectă se concretizează bilateral şi răspund unor nevoi specifice; ele dau naştere de fiecare dată unui singur activ financiar ale cărui elemente constitutive sunt definite de către instituţia financiară care realizează finanţarea agentului economic.

Spre deosebire de finanţarea directă prin care agenţii economici îşi procură sursele de finanţare direct de la persoane fizice şi juridice care au capitaluri de plasat, **finanţarea indirectă** presupune obţinerea surselor de la diverse instituţii financiare specializate. Aceste instituţii joacă rolul de intermediari, deoarece ele nu lucrează numai cu capitaluri proprii, ci şi cu capitaluri de împrumut. În acest fel, instituţiile financiare joacă rolul de verigă intermediară între cei ce au capitaluri de plasat şi cei ce au nevoie de capitaluri suplimentare, prin intermediul creditului.

Instituţiile financiare specializate - bancare şi nebancare - creează, în procesul finanţării indirecte, două tipuri de active:

a) active reprezentând resursele instituţiilor financiare, constituite din active monetare (diferite feluri de monedă, cecuri, viramente, cărţi de credit) şi active lichide pe termen scurt constituite din diverse plasamente disponibile la vedere, care pot fi convertite în orice moment în mijloace de plată;

b) active reprezentând creanţe asupra clienţilor bancari în care se cuprind toate categoriile de credite acordate întreprinderilor sau persoanelor fizice.

1.3.2. Circuite financiare secundare

Deţinătorii de titluri obţinute prin circuite primare (pieţe primare), respectiv agenţii economici cu ocazia finanţării directe sau instituţiile financiare cu ocazia finanţării indirecte urmăresc totdeauna cea mai mare lichiditate posibilă pentru a fi în măsură să acopere nevoile urgente de fonduri. Aceasta înseamnă că ei doresc să fie încredinţaţi că pot transforma activele financiare în bani.

Pe de altă parte, alți agenți economici care n-au fost prezenți în circuitele primare, fie din cauza indisponibilității de fonduri în momentul emisiunilor, fie că au așteptat conjuncturi economice mai favorabile, pot dori în orice moment să obțină titlurile emise în circuitele primare.

Lichiditatea activelor create prin circuite primare se poate realiza prin intermediul **circuitelor secundare,** cu atât mai complet cu cât titlurile sunt mai larg răspândite la diferite categorii de deținători, cu cât există o transparență mai mare a condițiilor de funcționare și a interdependenței relațiilor ce se stabilesc prin intermediul circuitelor secundare.

Circuitele financiare secundare, denumite și piața secundară, sunt de două feluri: piețe monetare și piețe financiare.

Piețele monetare se referă la schimburile de bani plecând de la circulația creanțelor pe termen scurt, înglobând toate relațiile de împrumut, bancare și nebancare. Piața monetară se referă la piața interbancară și ipotecară, la procedeele de refinanțare, precum și la intervenția băncii centrale asupra pieței monetare.

Piețele financiare reprezintă ansamblul de piețe pe care titlurile pe termen lung sunt schimbate contra monedă. Spre deosebire de piețele monetare, piețele financiare nu sunt rezervate numai specialiștilor, ci dau loc tranzacțiilor de titluri pe care toți agenții economici pot fi interesați să le dețină. Se disting două tipuri de piețe financiare: piața bursieră și piața la termen a instrumentelor financiare. Prima este o piață pur speculativă, în timp ce a doua, deși are elemente speculative, urmărește acoperirea împotriva riscului respectiv, evitarea unei pierderi potențiale de randament sau de capital.

1.4. Finanțe publice și finanțe private

În țara noastră, ca și în alte țări cu economie de piață, finanțele se pot grupa în două mari categorii: finanțe publice și finanțe private.

Finanțele publice sunt legate de existența statului cu instituțiile sale centrale și unitățile administrativ-teritoriale, de existența instituțiilor de drept public, de procurarea resurselor și de cheltuielile pe care le efectuează, în timp ce finanțele private sunt determinate de existența și funcționarea diverșilor agenți economici (societăți comerciale cu capital de stat, regii autonome, societăți comerciale cu capital mixt, societăți cu capital privat), de existența băncilor comerciale, a societăților de asigurare private, de resursele și cheltuielile acestora, de creanțe și obligații specifice etc.

1.4.1. Finanțe publice

Finanțele publice comportă fluxuri bănești organizate în scopul procurării resurselor statului și instituțiilor publice și, ulterior, al satisfacerii unor nevoi generale ale societății, cum ar fi finanțarea învățământului gratuit, a asistenței medicale, asigurărilor sociale, a instituțiilor guvernamentale, de procuratură și judecătorești, precum și a instituțiilor de ordine publică și de apărare națională.

Gestiunea finanţelor publice este supusă dreptului administrativ şi celui constituţional. Aceasta înseamnă că fluxurile financiare ce se îndreaptă către vistieria statului, provenind de la diverşi contribuabili - persoane juridice sau fizice - sunt stabilite de autorităţile publice competente prin legi, decrete etc., căpătând prin aceasta un caracter obligatoriu, fără contraprestaţie directă şi imediată şi fără titlu rambursabil. Pe de altă parte, fluxurile financiare ce se îndreaptă de la fondurile bugetare către diverşi beneficiari - persoane juridice sau fizice - se realizează în scopuri, cuantumuri şi la termene determinate prin acte normative ale organelor legislative sâu executive ale statului.

Gestionarea finanţelor publice, raporturile dintre unităţile publice şi dintre acestea şi cele private, atribuţiile şi răspunderile celor ce mânuiesc bani şi alte valori publice sunt reglementate, de asemenea, prin acte normative ale autorităţii publice. În felul acesta finanţele publice capătă o reglementare juridică, fondurile constituite devin patrimoniu public, iar consumarea lor cade în răspunderea administraţiei centrale şi locale de stat, conform legilor ţării.

Modul cum sunt organizate finanţele publice, folosirea instrumentelor financiare de către autorităţi pentru intervenţia în domeniile economic, social sau politic definesc, în ultimă instanţă, politica financiară a statului într-o anumită perioadă de timp.

Finanţele publice realizează două funcţii: funcţia de repartiţie şi funcţia de control şi orientare.

1.4.1.1. Funcţia de repartiţie

Funcţia de repartiţie a finanţelor publice se caracterizează prin promovarea unor fluxuri de fonduri de sens contrar. Pe de o parte, are loc mobilizarea fondurilor către bugetul statului din partea regiilor autonome şi societăţilor comerciale cu capital de stat sau mixt, a societăţilor comerciale cu capital privat, asociaţiilor cu scop lucrativ, precum şi ale persoanelor fizice. Aceşti contribuabili participă în mod diferit la formarea resurselor financiare ale statului prin impozit pe profit, taxa pe valoarea adăugată, contribuţii pentru asigurările sociale, impozite pe teren, pe clădiri, pe salarii, diverse taxe, amenzi, penalităţi. La acestea se adaugă venituri din valorificarea unor bunuri aparţinând statului, din chirii şi concesiuni etc. Pe de altă parte, are loc dirijarea fondurilor constituite. Procesul de utilizare a fondurilor bugetare are loc după ce, în prealabil, au fost inventariate şi cuantificate nevoile societăţii şi s-au stabilit priorităţi în funcţie de importanţa domeniului ce trebuie finanţat. Prioritătile şi cuantumurile cheltuielilor bugetare variază de la o perioadă la alta, opţiunile având loc după criterii economice, sociale sau politice pentru destinaţii cum sunt: învăţământ, sănătate, cultură, pensii şi ajutoare sociale, protecţie socială, acţiuni economice, ordinea publică şi apărarea naţională.

1.4.1.2. Funcția de control și orientare

Funcția de control a finanțelor publice se exprimă prin faptul că ansamblul procesului de mobilizare și dirijare a fondurilor bugetare are loc în condițiile respectării disciplinei financiare, a legalității operațiunilor, urmărindu-se oportunitatea și caracterul economicos al fluxurilor de intrare-ieșire de fonduri financiare. Fondurile constituite la nivelul bugetului statului în fiecare an reprezintă un volum considerabil și aparțin întregii societăți. În consecință, devine rațional să se manifeste grija și atenția maximă pentru gestionarea acestui avut public. Organele de control financiar ale statului urmăresc îndeaproape încasarea ritmică și în cuantumul prevăzut a veniturilor statului, instaurarea și menținerea disciplinei financiare, eradicarea evaziunii fiscale. Pe de altă parte, preocupări susținute de control financiar există și pe linia utilizării de către beneficiari a sumelor obținute de la buget, consumarea lor pentru obiectivele cărora le-au fost destinate, în condiții economicoase și eficiente.

Prin modul cum sunt așezate impozitele și taxele, prin gama înlesnirilor de la plata impozitelor, respectiv a reducerilor, scutirilor sau amânării plății impozitelor se manifestă în bună măsură intervenția statului în economie, orientarea investitorilor cu prioritate către sectoare de activitate deficitare sau de importanță majoră pentru creșterea economică.

1.4.1.3. Concepții despre finanțele publice

Concepțiile emise pe plan internațional despre finanțele publice le-am putea împărți în două grupe: concepții clasice și concepții moderne.

Concepțiile clasice, reflectate de doctrina economică liberală, conduc la ideea că toată activitatea economică trebuie să se desfășoare conform principiului "laissez-faire, laissez-passer", că ar trebui evitată orice intervenție a statului care să perturbe inițiativa și libera concurență. Rolul statului, conform acestor concepții, este de a se limita la menținerea ordinii publice, apărare etc. Organizarea finanțelor, a impozitelor, împrumuturilor de stat și altor căi de procurare a resurselor financiare ale statului ar trebui să aibă un caracter neutru, să nu favorizeze sau defavorizeze anumite sectoare sau întreprinderi, respectiv să nu modifice proporțiile existente, adică echilibrul ce se formează prin piață.

O activitate susținută de intervenție a statului în economie solicită, inevitabil, și un aparat de stat corespunzător pentru studierea rezultatelor și a evoluției economice, pentru controlul folosirii subvențiilor sau altor înlesniri de la plata impozitelor. Or, doctrinele economice liberale se pronunță pentru "guvernare ieftină", micșorarea aparatului de stat și a cheltuielilor ce le incumbă, astfel încât venitul național să se utilizeze, în cea mai mare parte, pentru creșterea economică și nu pentru întreținerea organelor și instituțiilor publice.

Concepția modernă despre finanțele publice are la bază ideea "statului providență", care trebuie să-și lărgească sfera preocupărilor, să intervină în economie, să influențeze procesele economice, să preîntâmpine sau să ia măsuri de atenuare a efectelor crizelor economice. În concepția modernă este indicat ca statul să înființeze întreprinderi publice sau mixte, să acorde subvenții sau facilități întreprinderilor private din diverse ramuri, să ia măsuri de combatere a șomajului, de protecție socială și de redresare a economiei stagnante.

În conformitate cu teoria modernă finanțele publice nu mai sunt doar un mijloc de acoperire a cheltuielilor administrative, ci un mijloc de intervenție economică și socială. Sub acest aspect finanțele publice trebuie să servească atât la creșterea cheltuielilor publice de investiții, cât și la redistribuirea veniturilor pentru categorii sociale defavorizate.

1.4.2. Finanțe private

Prin utilizarea judicioasă a veniturilor și cheltuielilor, bugetul statului devine un "filtru uriaș" pentru prelevare și redistribuire. Impozitele trebuie să servească drept mijloc de intervenție din partea statului, pe de o parte, pentru acoperirea cheltuielilor publice-administrative, iar, pe de altă parte, pentru acoperirea condițiilor sociale, prin detaxarea categoriilor defavorizate, prin stimularea unor investitori sau întreprinzători și, în egală măsură, prin descurajarea altor categorii de întreprinderi.

Spre deosebire de finanțele publice, finanțele private se supun normelor dreptului comercial. Ele au drept obiect modul și proporțiile constituirii capitalului social la nivelul agenților economici, repartizarea profiturilor pentru nevoi de creștere economică sau pentru remunerarea acționarilor, modalități de efectuare a plasamentelor lor în eventualitatea unor lichidități temporare sau cu caracter mai îndelungat, mobilizarea operativă a creanțelor și lichidarea obligațiilor față de terți etc.

Finanțele private se desfășoară în spiritul deciziilor luate în cadrul adunărilor generale ale acționarilor, al consiliilor de administrație și al contractelor economice sau financiare încheiate cu terții. Ele nu suferă nici o ingerință din partea statului, care nu urmărește – în acest domeniu privat – decât aspectele fiscale. Totalitatea finanțelor private și modul lor de organizare sunt astfel concepute încât să satisfacă activitatea specifică rentabilă și o strategie de dezvoltare optimă pentru fiecare agent economic.

1.4.2.1. Decizii de politică financiară ale întreprinderii

Deciziile financiare pe care le pot lua conducerile întreprinderilor se pot grupa în două categorii:

⇒ *Decizia de investire* sau de dezinvestire este legată de constituirea și gestionarea portofoliului de active;

⇒ *Decizia de finanțare* se referă la structura financiară a întreprinderii, la modul de constituire a resurselor.

Decizia de investire. Orice decizie de cheltuire care conduce la achiziționarea de active, în vederea obținerii în viitor de lichidități și având drept scop creșterea bogăției proprietarilor întreprinderii, constituie o decizie de investire. Obiectul investirii poate fi divers: active corporale, necorporale, comerciale, industriale, financiare, inclusiv active financiare deținute cu scopuri speculative.

Portofoliul de active al unei întreprinderi se compune din active imobilizate, ca o componentă principală, care se dețin o perioadă lungă de timp, de unde și denumirea de "Active imobilizate" - și active circulante, necesare desfășurării activității de exploatare, care au o rotație mai rapidă.

Investirea este un proces care, în general, se opune consumului neproductiv. Ea are drept obiectiv creșterea economică și conduce la maximizarea valorii întreprinderii. Creșterea valorii întreprinderii semnifică, totodată, că rentabilitatea este optimă.

Opusă deciziei de investire este **decizia de dezinvestire,** adică reducerea portofoliului de active prin vânzare. Decizia de dezinvestire urmărește, de asemenea, creșterea bogăției proprietarilor întreprinderii în sensul că lichiditățile obținute pot căpăta ulterior destinații mai rentabile. Dacă lichiditățile obținute prin dezinvestire se reinvestesc, va avea loc o restructurare a portofoliului de active în avantajul creșterii valorii întreprinderii; dacă lichiditățile se distribuie acționarilor - ca proprietari de drept - va avea loc o micșorare a patrimoniului.

Decizia de investire a unui agent economic, respectiv decizia de a plasa capitaluri într-o anumită operațiune, este rezultatul corelării strânse dintre costul capitalului utilizat - propriu sau împrumutat - și rentabilitatea scontată.

Costul capitalului este, în ultimă instanță, rentabilitatea minimă cerută de aducătorii de fonduri (acționari, creanțieri) pentru a finanța proiectele unei societăți comerciale. Cu alte cuvinte, costul capitalului utilizat este prețul pe care trebuie să-l plătească întreprinderea pentru reconstituirea totalului pasivului respectiv, pentru a se aproviziona cu capitaluri.

Costul capitalului constituie legătura directă între rentabilitatea investirilor și rentabilitatea reclamată de aducătorii de capital. Dacă întreprinderea investește în proiecte cu rentabilitate mai mică decât costul capitalului, ea va fi sancționată economic de piață în felul următor: dacă întreprinderea se finanțează prin îndatorare, ea va obține pierderi contabile în măsura în care rezultatele financiare sunt mai mici decât cheltuielile financiare (principal plus dobânda); dacă întreprinderea este finanțată prin capital propriu, pierderile contabile se repercutează direct asupra masei capitalului propriu, micșorându-l.

În schimb, dacă întreprinderea investește în proiecte cu rentabilitate mai mare decât costul capitalului, indiferent de maniera de finanțare, nu numai că nu va avea probleme cu suportarea cheltuielilor financiare, dar se creează și posibilități reale de creștere a volumului capitalului propriu.

Ca urmare a celor prezentate anterior se poate aplica următorul raționament:

Toate investițiile a căror rentabilitate	≥ Costul capitalului	→	Pot fi acceptate
Toate investițiile a căror rentabilitate	< Costul capitalului	→	Trebuie respinse

În felul acesta, costul capitalului reprezintă un indicator de acceptare, sau de respingere a unui proiect, respectiv a deciziei de investire.

Decizia de finanțare. Decizia de finanțare reprezintă opțiunea întreprinderii de a-și acoperi nevoile de finanțare a proiectelor avute în vedere fie prin fonduri proprii, fie prin împrumuturi, fie în participație. Oricum ar fi ea, decizia de finanțare este proprie fiecărei întreprinderi și fiecărui proiect în parte. Nu există o decizie optimă pentru toate întreprinderile, indiferent de condițiile de loc și de timp. **În toate cazurile însă, decizia de investire primează asupra deciziei de finanțare.** Oricare ar fi structura financiară a unei întreprinderi, adică raportul dintre fondurile proprii și creditele utilizate, dacă ea este rentabilă nu poate avea greutăți de finanțare. Altfel spus, problema structurării financiare nu se pune dacă rentabilitatea obținută sau previzionată este superioară costurilor de finanțare.

Adoptarea unei decizii de finanțare înseamnă a opta între fonduri proprii și credite bancare în vederea finanțării unui proiect oarecare sau adoptării unei ponderi anumite a fondurilor proprii față de creditele bancare. Actul de decizie asupra finanțării aparține, evident, întreprinderii, întrucât ea este cea mai interesată în folosirea cu eficiență a fondurilor și obținerea unor rezultate bune.

În același timp, decizia de finanțare nu depinde exclusiv de întreprindere, ci și de bancă, de facilitățile pe care le poate obține în negocierea creditelor sau de acționari și disponibilitatea acestora pentru a subscrie la creșteri de capital, de cererea și oferta pe piața capitalurilor de împrumut, de existența sau inexistența unor capitaluri libere, posibil de atras etc.

Dacă remunerația sau costul capitalului propriu sau împrumutat au o pondere foarte mare în luarea unei decizii de finanțare, trebuie spus, totodată, că **criteriul rentabilității proiectului este hotărâtor.** O întreprindere rentabilă va găsi totdeauna capitaluri pentru finanțarea proiectelor sale, chiar dacă structura sa financiară este îndatorată. Mai mult chiar, efectul de îndatorare va acționa pozitiv asupra rentabilității generale a întreprinderii dacă pe ansamblu rata rentabilității este superioară ratei dobânzii.

În ultimă instanță, toate sursele de finanțare tind către un cost unitar dacă avem în vedere factorul risc, așa încât alegerea proporției fonduri proprii/împrumuturi ar urma să aibă loc în funcție de oportunitate. Dacă investiția este mai puțin rentabilă, adică pe ansamblu nu acoperă ușor costul împrumutului, capitalul propriu pare mai ieftin decât creditul. Această apreciere este adesea înșelătoare, întrucât, renunțând la împrumut te poți priva de o creștere economică aducătoare de profit. Și, dimpotrivă, dacă investiția este rentabilă, capitalul propriu pare mai scump, întrucât, în acest caz, impozitul pe profit nu mai este diminuat cu cheltuielile financiare.

Pentru clarificarea alegerii între cele două căi de finanțare este indicat a se proceda la analiza câtorva indicatori precum rentabilitatea, solvabilitatea și lichiditatea, astfel încât calea ce urmează a fi aleasă să satisfacă creșterea acestora. Incidența respectivilor indicatori asupra deciziei de finanțare se prezintă în felul următor:

⇒ dacă rentabilitatea scontată este superioară ratei dobânzii este oportună apelarea la împrumuturi, întrucât, în astfel de cazuri, îndatorarea contribuie la creșterea masei beneficiului și deci creșterea randamentului capitalului propriu;

⇒ decizia de finanțare prin îndatorare are, de regulă, o influență pozitivă asupra solvabilității, numai că în cazul producerii unor pierderi solvabilitatea se degradează mult mai repede;

⇒ finanțarea prin îndatorare are o influență pozitivă și asupra lichidității. Având în vedere însă faptul că sursele primite prin îndatorare au un termen limitat, este necesar ca durata de trebuință a resurselor să nu depășească scadența sumelor împrumutate.

Recapitulând cele prezentate mai sus putem prezenta decizia de finanțare ca având trei mari direcții.

Decizia de finanțare vizează:

⇒ **alegerea proporției** între capitalul adus de către acționari și de către creanțieri, respectiv finanțarea din fonduri proprii sau prin îndatorare. Este decizia cea mai importantă, întrucât are influență hotărâtoare asupra riscului suportat de întreprindere;

⇒ **alegerea între reinvestirea** surplusului de lichidități sau **distribuirea** lui ca dividend;

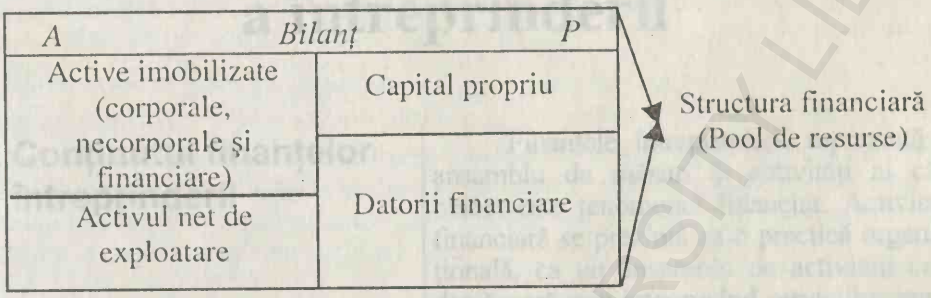
⇒ **alegerea între finanțarea internă sau externă,** respectiv între autofinanțare sau creșteri de capital.

Practic, aceste trei posibilități sunt interdependente. Spre exemplu, politica de autofinanțare (finanțare internă) conduce inevitabil la micșorarea sau chiar suspendarea distribuirilor de dividende.

Structura financiară, privită prin optica circuitului financiar, se prezintă sub forma:

1) capitalurilor proprii aduse de acționari sau obținute prin reinvestirea profitului și

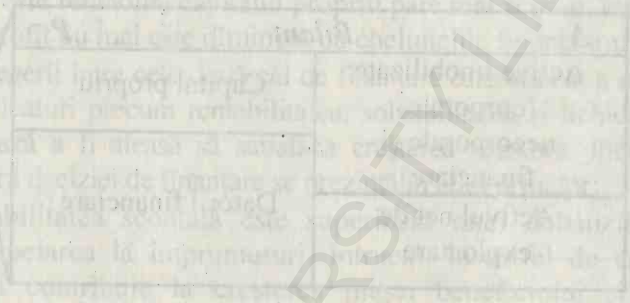
2) datorii financiare.



Din activul circulant se deduc datoriile pe termen scurt aflate sub forma creditelor bancare pe termen scurt și a creditelor comerciale, obținându-se **activul net de exploatare.**

Datoriile financiare din pasiv cuprind atât împrumuturi bancare pe termen lung și mediu, cât și împrumuturi obligatare de care beneficiază întreprinderea și care comportă costuri explicite, fixate prin contracte, al căror nivel nu depinde numai și în principal de rezultatele activității.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY



BCU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 2

Structura financiară a întreprinderii

2.1. Conținutul finanțelor întreprinderii

Finanțele întreprinderii reprezintă un ansamblu de măsuri și activități al căror obiect este fenomenul financiar. Activitatea financiară se prezintă ca o practică organizațională, ca un ansamblu de activități ce se desfășoară prin intermediul serviciilor sau direcțiilor financiare și care se exprimă valoric.

Înțelegerea activității financiare ca fiind desfășurată de serviciile financiare din întreprinderi nu este însă exhaustivă. Serviciile financiare realizează și sarcini nefinanciare (negocierea contractelor de asigurare, controlul încasărilor și plăților etc.), după cum unele sarcini eminamente financiare, de mare importanță pentru întreprindere, nu se rezolvă la nivelul serviciilor financiare, ci de către consiliul de administrație sau chiar de adunarea generală a acționarilor (creșteri de capital, decizii de investire și de finanțare de mare valoare etc.).

Indiferent cine inițiază și coordonează activitatea financiară la nivelul întreprinderii, esențial este faptul că această activitate presupune existența permanentă a unor fluxuri financiare, pozitive și negative, organizate și programate a avea loc în condiții care să servească interesele întreprinderii. În mod deosebit, finanțele întreprinderii sunt organizate pentru a satisface **realizarea obiectului activității, în condiții de rentabilitate.** Aceasta înseamnă dimensionarea riguroasă a nevoilor de fonduri pentru exerciții financiare date și procurarea la timp și în cuantumul necesar a resurselor acoperitoare cele mai avantajoase posibil pentru întreprindere.

Dacă dimensionarea nevoilor de finanțat reprezintă o operațiune cu pronunțat caracter tehnic, în sensul că atât activele imobilizate, cât și cele circulante țin, în ultimă instanță, de cifra de afaceri previzionată, formarea sau procurarea resurselor financiare acoperitoare implică decizia de finanțare și care nu se poate lua decât corelând costurile capitalului cu rentabilitatea proiectelor avute în vedere.

Procurarea fondurilor se poate realiza fie din **surse interne,** precum beneficiul propriu, amortizarea activelor imobilizate, fie din **surse externe,** cum ar fi aportul adus de acționari, împrumuturi obligatare, credite bancare pe termen mijlociu și scurt, credite comerciale. Fiecare din aceste două mari categorii de resurse presupune costuri, fapt pentru care în cadrul activității financiare este necesară o gestionare judicioasă a fiecărei resurse în parte, selecționarea lor după criterii economice sau după alte constrângeri la care este supusă întreprinderea.

Fluxurile pozitive, de formare a fondurilor necesare finanțării proiectelor, sunt urmate, mai curând sau mai târziu, de fluxurile de ieșire, precum dividendele plătite, dobânzi și rambursări de credite, plata furnizorilor, plăți în contul impozitelor și taxelor etc. Analistul din întreprindere va trebui să gestioneze atent și aceste fluxuri financiare, să le coreleze ca volum și cronologic cu fluxurile de intrare, pentru a le face compatibile. Spre exemplu, fluxurile de ieșire sub forma creditului-client trebuie corelat cu fluxurile de intrare sub forma creditului-furnizor. De dorit este existența unui echilibru al acestor fluxuri sau chiar o creștere a creditelor-furnizor față de creditul-client. Dacă lucrul acesta nu se realizează într-o perioadă sau alta și se constată, dimpotrivă, creșterea nemăsurată a creditului-client, este evident că se impune găsirea altor fluxuri de intrare care să echilibreze situația.

Echilibrul dintre nevoi și resurse acoperitoare este, alături de rentabilitate, obiectivul cel mai important al finanțelor întreprinderii. Echilibrul financiar la nivel microeconomic se realizează numai în condițiile păstrării capacității de plată, a lichidității financiare și a solvabilității drept caracteristici permanente ale întreprinderii. Lipsa capacității de plată sau a lichidității financiare, chiar pe un fond de solvabilitate, creează greutăți financiare foarte mari, care pot merge până la faliment. Rolul finanțelor întreprinderii este de a supraveghea și corecta operativ orice dezechilibru, inițiind fluxuri corespunzătoare de intrare sau ieșire înainte ca dezechilibrul să ia forme ireparabile.

Realizarea unei stări de echilibru permanent reprezintă o condiție pentru atingerea obiectului activității specifice dar, totodată, și pentru realizarea unei rentabilități optime, conform celei proiectate. Dezechilibrele, în orice stare s-ar declanșa, presupun o proastă gestionare a activelor și pasivelor întreprinderii. De aceea, o bună activitate financiară, desfășurată de organele specializate din întreprindere, ca și de conducerea întreprinderii influențează direct nu numai rezultatele economice și financiare, dar și menținerea unor raporturi corespunzătoare cu partenerii de contracte, cu banca, cu acționarii sau obligatarii, precum și cu organele fiscale ale statului.

2.2. Interpretarea financiară a bilanțului contabil

Bilanțul contabil al unei societăți comerciale s-ar putea prezenta, schematic, în felul următor:

BILANȚ

Activ	Pasiv
- Active imobilizate • imobilizări materiale • imobilizări nemateriale • imobilizări financiare - Active circulante • stocuri diverse • acont și avans asupra comenzilor • creanțe-clienți • valori mobiliare de plasament • disponibilități bănești - Conturi de regularizare	- Capital social - Alte fonduri proprii - Rezerve - Sume din reevaluări bilanțiere - Datorii pe termen lung și mijlociu - Credite comerciale - Credite bancare pe termen scurt - Conturi de regularizare

2.2.1. Active imobilizate

Activul imobilizat al unei societăți comerciale este constituit din cheltuieli care nu sunt consumate şi care, în general, se amortizează în fiecare an sau se stabilesc rezerve. Deosebirea între cheltuieli şi active este în funcție de utilizarea ce se dă bunurilor respective: primele se epuizează prin consum, în timp ce secundele au o funcționalitate extinsă pe mai mulți ani. Prin urmare, sub aspect financiar un activ imobilizat reprezintă o cheltuială recuperabilă pe mai multe exerciții.

După cum se observă în schema de bilanț prezentată mai sus, se disting trei tipuri de imobilizări: materiale, nemateriale şi financiare.

Imobilizările materiale se concretizează în terenuri, construcții, utilaje, mijloace de transport etc. Ele constituie substanța unei întreprinderi, astfel că inventarul lor constituie un element important al cunoaşterii întreprinderii.

Activele imobilizate materiale se înregistrează în patrimoniu la prețul de achiziție sau costul de producție. Lista sau inventarul lor nu permit o cunoaştere a valorii întreprinderii, ci cel mult înregistrarea lor conform normelor contabile, în vederea amortizării anuale. Imobilizările materiale reprezintă numai o parte a activului unei întreprinderi. Valoarea întreprinderii şi deci a activelor sale depinde de piața financiară, de rentabilitatea întreprinderii, de cursul bursier şi nu strict de valoarea contabilă. În consecință, evaluarea activelor imobilizate materiale la prețul de achiziție nu reprezintă valoare decât din punct de vedere patrimonial. Sub aspect financiar contează fluxurile pozitive şi negative pe care activele corporale le generează şi nu valorile lor absolute din inventar.

Imobilizările nemateriale se constituie în cheltuieli de cercetare – dezvoltare, pentru procurări de brevete, licențe, mărci, ca şi avansuri şi aconturi pentru brevete şi licențe. Astfel de imobilizări reprezintă cheltuieli ce trebuie recuperate pe mai multe exerciții financiare.

Amortizarea cheltuielilor de cercetare-dezvoltare se face, de regulă, în 2-5 ani. Dacă proiectul eşuează, recuperarea se face imediat; în schimb, în perioade de dificultăți financiare recuperările pot fi reduse, amânate sau sistate. Importantă pentru întreprinderi este recunoaşterea faptului că-şi pot micşora sarcinile fiscale pe seama recuperării acestor cheltuieli.

În acelaşi timp este necesară o atenție specială din partea întreprinderii, întrucât unele din aceste imobilizări nemateriale, cum este cazul cheltuielilor de cercetare, sunt active fictive. Ele se înscriu în activul bilanțului cu unicul scop de a putea fi repartizate pe exercițiile viitoare prin intermediul amortizării.

Imobilizările financiare se constituie din diverse creanțe şi titluri, cum ar fi participații la capitalul altor întreprinderi, împrumuturi către terți (obligațiuni), acțiuni şi părți sociale la alte întreprinderi, care sunt estimate şi care dau dreptul de control. Evaluarea titlurilor se face prin actualizare, cel puțin o dată pe an, şi se înregistrează în patrimoniu.

2.2.1.1. Evaluarea activelor imobilizate

Activele imobilizate pot fi evaluate la valoarea de cumpărare, la valoarea economică actuarială sau la valoarea pieței.

Valoarea de cumpărare reprezintă efortul monetar făcut de întreprindere pentru intrarea unui activ imobilizat în patrimoniu și se bazează pe prețul de achiziție, inclusiv cheltuielile cu fiscalitatea, transportul, comisioanele.

Valoarea de achiziție reprezintă baza evaluării activelor în contabilitate. Ținând cont de oscilațiile pieței, de inflație, valoarea de achiziție este tot mai imprecisă în materie de patrimoniu.

Valoarea economică este dată de valoarea actuarială a fluxurilor nete de trezorerie pe care utilizarea activelor respective o poate genera. Valoarea economică nu poate fi prinsă contabil, întrucât ea se bazează pe anticiparea unor fluxuri. Ea poate în schimb să servească drept valoare de referință în cazul unor cesiuni, achiziții etc. În esență, valoarea economică depinde de maniera de utilizare a activului în cadrul întreprinderii.

Valoarea de piață este valoarea ce se poate stabili cu prilejul lichidării activului respectiv sau sub aspectul costului de înlocuire, ținând seama de gradul de uzură, de îmbunătățirile tehnice ale noilor produse similare.

Din cele prezentate anterior se desprind câteva **reguli de bază** ale evaluării activelor:

⇒ activele imobilizate se înregistrează contabil la prețul de achiziție sau costul de producție;

⇒ înregistrarea creanțelor se face la valoarea nominală;

⇒ în cursul vieții economice se ține seama de modificarea valorii activelor datorată uzurii, deprecierii la activele nemateriale, deprecierii unor stocuri, creanțelor fără perspective de recuperare sau creanțelor care capătă noi perspective de recuperare etc.

Ca instrumente ale evaluării se utilizează amortizarea și constituirea de rezerve pentru deprecieri - la diminuarea valorii - și reevaluarea la majorarea valorii.

2.2.2. Active circulante

Activele circulante sunt constituite din stocuri diverse, creanțe clienți, capital subscris dar nevărsat, aconturi vărsate terților în contul unor comenzi, plasamente diverse pe termen scurt, disponibilități bănești etc.

Elementul stocuri se referă la toate tipurile de materii prime, materiale, combustibil, producție în curs, mărfuri, ambalaje etc. și sunt evaluate contabil la prețul de achiziție sau de producție, după caz.

Aconturi şi avansuri vărsate au în vedere atât constructorii, antreprenorii, cât şi furnizorii.

Creanţe-clienţi reprezintă mărfuri expediate dar neîncasate, avansuri şi aconturi acordate personalului, creanţe asupra bugetului statului etc.

Valorile mobiliare de plasament sunt reprezentate de diverse titluri achiziţionate în vederea realizării unui câştig în termen scurt, fără intenţia de a le păstra un timp mai îndelungat (acţiuni, obligaţiuni). Aceste titluri se înscriu în patrimoniu la valoarea lor de cumpărare, iar la sfârşitul exerciţiului se estimează la valoarea lor probabilă de negociere (curs, dacă sunt cotate la bursa de valori).

Disponibilităţile băneşti se concretizează în numerar în casă, sume în conturi la bancă, valori imediat convertibile în numerar: cecuri de încasat scadente, diverse efecte comerciale de încasat sau scontabile, cupoane de încasat, limite deschise în cont curent etc.

Un post de activ circulant corespunde unei cheltuieli înscrise în contul de rezultate dar neconsumată încă (stocuri) sau pentru mărfuri expediate şi servicii prestate dar neîncasate. În legătură cu stocurile problema cea mai importantă care se pune este referitoare la lichiditatea lor, respectiv cât de repede pot fi transformate în bani prin vânzare.

Modificarea valorii activelor circulante poate avea loc dacă la data bilanţului se constată că, spre exemplu, valoarea stocurilor este inferioară preţului zilei. În acest caz se constituie o rezervă pentru depreciere şi care micşorează valoarea stocurilor în evidenţa contabilă. Evaluarea şi reevaluarea se fac pe bază de inventar. Pentru diverse active circulante se porneşte de la preţul de achiziţie, plus cheltuielile de transport, taxe vamale, asigurări etc. sau de la preţul de producţie.

Valoarea actuală a stocurilor, apreciată în funcţie de piaţă şi utilitatea acestora pentru întreprindere, se compară cu valoarea de inventar:

Dacă valoarea actuală < Valoarea de inventar → Rezervă pentru deprecierea stocurilor

Dacă valoarea actuală > Valoarea de inventar → Reevaluarea stocurilor

Rezervele pentru depreciere se constituie astfel:

⇒ pentru stocuri de materii prime : **Rezerva** = Preţul de achiziţie - preţul de vânzare la cursul zilei + cheltuieli de vânzare;

⇒ pentru stocuri de produse finite : **Rezerva** = Costul de producţie - preţul de vânzare la cursul zilei + cheltuieli de vânzare + % de beneficiu;

⇒ pentru creanţe clienţi : **Rezerva** = Valoarea nominală - valoarea netă.

2.2.3. Pasivul bilanțier

Pasivul bilanțier este reprezentat de capitalul propriu și de datoriile pe termen lung, mijlociu și scurt.

2.2.3.1. Capitalul propriu

Capitalul propriu se compune din capitalul social care se formează din sumele puse la dispoziția întreprinderii cu caracter permanent de către proprietari - acționari sau asociați - sub forma aportului în numerar sau în natură, din creșteri ulterioare de capital, din diferențe pozitive din reevaluări, beneficii nedistribuite, rezultate pozitive ale exercițiului curent înainte de repartizare și, eventual, pe seama subvențiilor primite.

Dacă din capitalul propriu se deduc subvențiile primite pentru echipament și rezervele reglementate, se obține **situația netă a capitalului propriu** care reprezintă măsura contabilă a patrimoniului juridic al întreprinderii.

În cazul unei întreprinderi individuale cuantumul capitalului propriu poate varia prin voința proprietarului. În cazul unei societăți comerciale pe acțiuni capitalul social este suma valorilor nominale a acțiunilor și părților sociale aduse în întreprindere în virtutea unui contract și nu poate fi retrasă oricând. Capitalul propriu participă, alături de elementele de pasiv exigibile, la finanțarea întreprinderii. El este supus riscului de rentabilitate, lichiditate și solvabilitate. Capitalul propriu nu este rambursabil, remunerația lui depinzând de performanțele întreprinderii și nefiind în nici un fel garantată.

Sub aspect financiar capitalul propriu indică dacă întreprinderea a fost rentabilă până la un moment dat. Sub aspect juridic, o întreprindere care înregistrează pierderi superioare la 1/2 din capitalul social trebuie să se dizolve sau, în cadrul unui termen, de obicei până la bilanțul următor, să reconstituie capitalul social pe măsura pierderilor ce n-au putut fi acoperite din rezerve.

2.2.3.2. Rezervele bilanțiere

Rezervele bilanțiere cuprinse în pasivul bilanțului pot fi legale, statutare, contractuale, reglementate și alte rezerve.

Rezervele legale, după cum arată și denumirea, se constituie în virtutea legii, din beneficiul anual, până atinge o anumită pondere față de capitalul social (de obicei 10%). În continuare, societatea pe acțiuni poate perpetua constituirea de rezerve în același ritm, sau în alt ritm, cu aprobarea acționarilor. Rezervele legale se folosesc pentru creșteri de capital sau pentru acoperirea unor pierderi. În orice caz, acest fond de rezervă nu se distribuie acționarilor.

Rezervele statutare şi contractuale se constituie în virtutea prevederilor statutare sau contractului de concesionare, imediat după constituirea rezervelor legale şi înaintea oricărei alte distribuiri. Constituirea rezervei statutare devine obligatorie numai dacă este prevăzută expres în statut.

Rezervele reglementate se constituie în cazul unor amânări ale plăţii impozitului pe profit, într-o anumită proporţie; se pot constitui şi de către întreprinderile care primesc subvenţii de la buget şi care-şi constituie treptat o rezervă până la mărimea subvenţiei fără a fi vărsată la buget.

Adunarea generală a acţionarilor poate hotărî crearea şi altor rezerve în vederea acoperirii unor riscuri specificate, care nu sunt asigurate sau sunt asigurate parţial. Este cazul rezervei pentru creşterea preţurilor de cumpărare, pentru fluctuaţii de curs, pentru acoperirea riscului la creditele-clienţi, pentru deprecierea stocurilor etc.

2.2.3.3. Provizioane şi semnificaţia lor financiară

Dacă amortizarea este constatarea contabilă a unei pierderi suferite de un activ imobilizat care se depreciază în timp, provizionul este constatarea contabilă a unei pierderi suferite de un activ circulant (neamortizabil). Această pierdere nu este determinată de uzura în timp, ea poate rezulta din deprecierea unui fond de comerţ.

Amortizarea şi provizioanele se prezintă ca resurse ale întreprinderii - deşi ele reprezintă o depreciere a patrimoniului. Amortizarea şi provizioanele sunt constatări ale pierderilor din valoare fără consecinţe directe asupra nevoilor şi resurselor întreprinderii. În cazul lor este vorba de o afectare de resurse.

Se cunosc diverse tipuri de provizioane: pentru deprecieri de active, pentru pierderi şi cheltuieli, provizioane reglementate sau speciale, provizioane pentru riscuri generale sau excepţionale.

a) Provizioane pentru deprecieri de active se pot constitui atât pentru unele active imobilizate, cât şi pentru active circulante. În primul caz, provizioanele se pot constitui pentru active imobilizate neamortizabile precum terenurile sau titlurile din portofoliu. În cazul terenurilor, pentru ca provizionul să fie fiscal deductibil trebuie ca ele să fi suportat o depreciere efectivă (eroziuni, inundaţii); titlurile din portofoliu fac obiectul provizioanelor la nivelul diferenţei dintre cursul mediu din ultima lună (dacă sunt cotate la bursă) sau valoarea probabilă de negociere şi valoarea contabilă a titlului.

Pentru activele circulante, provizioanele pot consemna deprecierea stocurilor sau creanţelor - clienţi. Provizionul pentru deprecierea stocurilor se poate constitui din momentul când valoarea contabilă a acestora, la data inventarului, este mai mică decât valoarea economică reală. Ca urmare, mărimea provizionului rezultă din compararea costului real şi a celui din ziua inventarului. Pentru creanţele

dubioase provizioanele sunt deductibile fiscal numai dacă riscul aferent este bine precizat, adică dacă evenimentele în curs fac probabilă pierderea din aceste creanțe. Dotația pentru provizioane asupra creanțelor dubioase se creditează prin debitul contului de exploatare generală și se debitează prin creditul cheltuielilor neimputabile din exploatarea exercițiului.

b) Provizioanele pentru pierderi și cheltuieli apar în pasivul bilanțului și se constituie: pentru cheltuieli a căror sumă nu este cunoscută cu exactitate și care va face obiectul unor reluări în cursul exercițiului următor, dar care în prezent au fost înregistrate; pentru anumite cheltuieli importante care vor fi efective în exercițiile viitoare; pentru acoperirea unor riscuri, adică a unor cheltuieli previzibile a căror sumă și moment al producerii sunt încă incerte.

c) Provizioane cu caracter fiscal, denumite și provizioane constituite în franșiză de impozit, constituie un instrument de politică economică și comercială a puterii publice care poate astfel favoriza anumite investiții, decizii sau sectoare economice. Dacă aceste provizioane au un caracter definitiv, ele constituie veritabile beneficii exonerate de impozite; dacă trebuie reintegrate în beneficiul exercițiului următor, ele prezintă totuși un avantaj de trezorerie considerabil pentru întreprindere. În acest din urmă caz, provizionul este considerat ca un beneficiu destinat să suporte, mai curând sau mai târziu, impozitul societar; altfel spus, provizionul semnifică o plată încetinită a impozitului, o ieșire de trezorerie latentă pentru impozite datorate statului.

d) Provizioane pentru riscuri în litigiu, pentru propria asigurare, pentru garanții acordate la vânzarea unor obiecte de mare valoare și de folosință îndelungată.

Semnificația financiară a provizioanelor. Provizioanele constituite într-o întreprindere au o triplă influență: asupra rentabilității, lichidității și fiscalității.

Dacă provizioanele constituite nu reprezintă deprecieri efective, ele reflectă, practic, o creștere a rentabilității. Din moment ce provizioanele reprezintă deprecieri ale unor active, este firesc să se pună întrebarea dacă aceste deprecieri sunt efective sau nu.

Incidența provizioanelor asupra lichidității financiare. A constitui un provizion înseamnă a constata o diminuare a valorii unor active, fără flux financiar negativ (ieșire efectivă de numerar din întreprindere) apropiindu-se, din acest punct de vedere, de conținutul amortizării. Aceasta înseamnă că deprecierea unor active poate fi fără consecințe negative asupra lichidității financiare.

Aceste două tipuri de incidență (asupra rentabilității și lichidității) se vor concretiza în diminuarea beneficiului cu suma provizioanelor numai când se constată o depreciere efectivă a activelor sau o creștere a datoriei viitoare. Capacitatea de autofinanțare se va diminua numai cu provizioanele care constată o ieșire efectivă monetară din întreprindere sau diminuarea unor încasări previzionate.

Incidența asupra fiscalității are în vedere caracterul deductibil al provizioanelor, respectiv micșorarea bazei impozabile. În general, provizioanele pentru

deprecieri de acțiuni și cele pentru pierderi și cheltuieli vor fi deductibile numai dacă sunt aferente unor pierderi și cheltuieli reglementate prin acte normative, dacă sunt expres precizate și evaluate cu multă strictețe, dacă sunt contabilizate până la bilanț și dacă se justifică crearea lor.

2.2.3.4. Pasivul exigibil

Datoriile reprezintă o parte însemnată a pasivului bilanțului contabil. Datoriile le-am putea împărți în două grupe mari, sub aspectul termenului de scadență: datorii pe termen lung și mijlociu sunt datorii financiare și bancare compuse din împrumuturi obligatare și credite de la diverse instituții specializate; datorii pe termen scurt, compuse din credite comerciale, credite bancare pe termen scurt, avansuri primite, obligații fiscale.

Dintr-un alt punct de vedere am putea clasifica datoriile întreprinderii din pasiv în: datorii financiare, datorii de exploatare, alte datorii.

Datoriile financiare se compun din împrumuturi obligatare, împrumuturi de la instituții de credit, precum și alte sume lăsate la dispoziția societății comerciale de către acționari și asociați. Datoriile de exploatare se compun din credite-furnizor, datorii fiscale, datorii sociale. Alte datorii vizează aconturile și avansurile primite asupra unor comenzi și care reprezintă sume vărsate de clienți înaintea începerii executării comenzii, sau plătite pentru o executare parțială, pentru facilitatea fabricației, expediției etc.

Datoriile se evaluează la valoarea de rambursare, eventual plus suma dobânzii datorate dar încă neplătite. Totalul dobânzilor datorate până la scadență nu se adaugă la suma datoriei.

Datoriile în devize se evaluează pe baza cursului existent la încheierea bilanțului. Diferența dintre valoarea datoriei inițiale și datoria la zi formează diferență de conversiune. Această diferență poate fi de activ, când semnifică o pierdere latentă, sau de pasiv, când semnifică un câștig latent.

2.2.4. Angajamente în afara bilanțului

Angajamente în afara bilanțului primite sau date de întreprindere reprezintă obligații care nu antrenează operațiuni de încasări și plăți imediate, dar a căror execuție ulterioară ar putea modifica patrimoniul. Astfel de angajamente este necesar să fie luate în considerare pentru a aprecia situația financiară a societății comerciale, deși ele nu figurează în bilanț. Angajamentele date exprimă pasivul și se concretizează în aval, cauțiuni, garanții, andosări, redevențe pentru credit-bail etc.

Angajamentele primite exprimă activul și se pot constitui în aval, cauțiuni, creanțe scontate neajunse la scadență. Avalul reprezintă o garanție de plată, parțială sau totală, primită pe un efect comercial existent în patrimoniul societății comerciale.

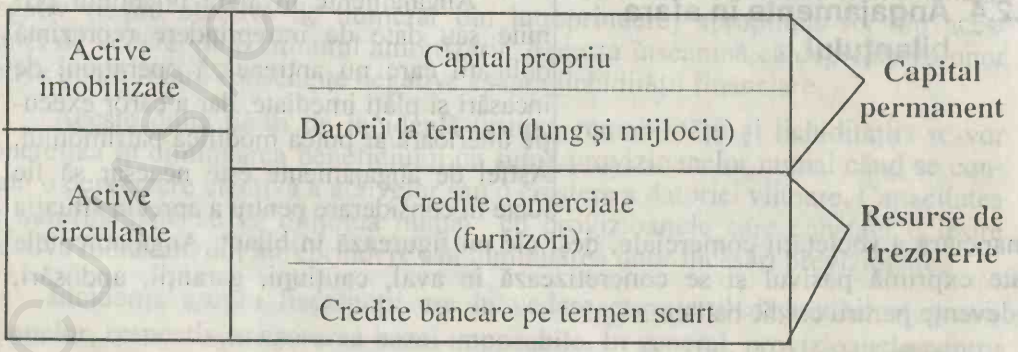
Cauțiunea este un angajament prin care o persoană fizică sau juridică se obligă către un creanțier să satisfacă o obligație dacă debitorul principal n-o poate face el însuși. Garanția poate fi materială sau scriptică și creează certitudinea pentru creditor că în cazul neplății datoriei de către debitor se poate refinanța prin valorificarea bunurilor gajate.

Dacă se analizează două întreprinderi cu bilanțuri identice, cea care a dat angajamente extrabilanțiere pentru o sumă mai mare prezintă un risc mai ridicat decât cealaltă. Întreprinderea care a primit astfel de angajamente prezintă o securitate mai mare, putând transforma fără dificultate anumite creanțe în lichidități.

2.3. Structura financiară a întreprinderii

Prin structura financiară a unei întreprinderi se înțelege raportul existent între finanțările pe termen scurt și cele pe termen lung. Aproape în toate cazurile întreprinderile nu se finanțează în proporție de 100% din fonduri proprii, ci apelează concomitent și la finanțări externe. Or, selectarea mijloacelor de finanțare externă și ponderea acestora în raport cu finanțarea internă reprezintă un aspect principal al politicii financiare a întreprinderii. În acest fel se decide asupra ponderii creditelor de trezorerie față de capitalul permanent, dar și asupra structurii capitalului permanent.

Capitalul permanent se compune din fonduri proprii ale întreprinderii și din împrumuturi pe termen lung și mijlociu și acoperă activele imobilizate și o parte a stocurilor de exploatare (active circulante) sub denumirea de fond de rulment. Resursele de trezorerie sunt formate din credite bancare pe termen scurt, precum și din credite comerciale, adică datoriile față de furnizori.



Alegerea unei anumite structuri financiare reprezintă o decizie importantă de politică financiară. Dacă acoperirea financiară prin obligații pe termen scurt conferă o anumită suplețe pentru întreprinzător, în sensul că poate să dezvolte sau să reducă operativ volumul activității, finanțarea cu capitaluri permanente este mai puțin costisitoare și deci mai avantajoasă. Deși criteriul rentabilității este foarte important, decizia în ceea ce privește structura financiară ține seama, inevitabil, și de alte elemente cum ar fi suma totală a nevoilor de finanțat, precum și natura diverselor trebuințe.

Structura financiară este o variabilă care nu depinde însă numai de întreprindere, de obiectivele sale de creștere economică, de rentabilitatea scontată sau de riscurile pe care consimte să și le asume. Structura financiară este influențată și adesea determinată de acționari, de bănci sau alți împrumutători, de stat, ca și de conjunctura economico-financiară: situația pieței financiare, oscilațiile ratei dobânzii, devalorizări monetare etc.

În ultimă instanță, adoptarea unei structuri financiare este determinată de creditor, care are în vedere riscul la care se expune creditând întreprinderea. Riscul creditorului poate fi risc de pierdere de capital, când debitorul nu poate rambursa, risc de dobândă, când debitorul nu poate plăti dobânzile la termen, dar și risc de imobilizare care există chiar și atunci când debitorul își achită obligațiile la termen. Asta înseamnă că creditorul își blochează capitalul, fiind obligat să se refinanțeze în condiții de dobândă și de timp ce nu-i sunt totdeauna asigurate.

Pentru a se proteja împotriva acestor riscuri, creditorul (banca) acționează cerând garanții asiguratorii și, în același timp, participarea debitorului la finanțare cu capital propriu. Dacă rentabilitatea este scăzută debitorul trebuie să aibă o participare mai mare cu fonduri proprii pentru a asigura pe creditor, și invers. În cazul unei rentabilități nesatisfăcătoare, finanțarea prin îndatorare accentuează riscul de insolvabilitate și de ilichiditate.

2.3.1. Criteriul rentabilității în alegerea structurii financiare

Atât capitalul propriu, cât și cel împrumutat comportă costuri. Diferența fundamentală dintre costul capitalului propriu și cel al capitalului împrumutat rezidă în faptul că fondurile proprii nu sunt remunerate decât în cazul că întreprinderea obține beneficii, în timp ce capitalul împrumutat trebuie remunerat, oricare ar fi rentabilitatea întreprinderii.

O întreprindere puternic îndatorată va avea sistematic cheltuieli financiare mari (principal plus dobânda), ceea ce micșorează posibilitățile de autofinanțare. Prin urmare, întreprinderea respectivă va trebui să recurgă la noi credite pentru a-și acoperi nevoile de finanțare care, la rândul lor, vor contribui la creșterea cheltuielilor financiare. În aceste condiții, criteriul rentabilității este hotărâtor.

Dacă întreprinderea este rentabilă, adică dacă rata rentabilității este superioară ratei dobânzii este posibilă și de dorit apelarea la credite, în opoziție cu alternativa de a aștepta să se formeze treptat fonduri proprii pentru finanțarea unui proiect.

Efectul de îndatorare se obține comparând rentabilitatea economică a întreprinderii cu costul capitalului împrumutat:

- Dacă rentabilitatea economică > rata dobânzii, rezultă un efect de îndatorare pozitiv sau favorabil.

- Dacă rentabilitatea economică < rata dobânzii, rezultă un efect de îndatorare negativ sau nefavorabil.

Presupunând că rentabilitatea economică (Re) este de 16%, iar rata dobânzii (D) de 12%, întreprinderea este interesată să se finanțeze prin credit, întrucât realizează un profit de 4% asupra capitalului împrumutat. Rata randamentului capitalului propriu este cu atât mai mare cu cât raportul capital de împrumut/ capital propriu este mai mare.

Exemplu:

- Capital propriu 5000
- Capital împrumutat 15000

total capital investit = **20000**

- Rentabilitatea economică.....12%
- Rata dobânzii.....9%
- La totalul capitalului investit se obține un profit de : $20000 \times 12\% = 2400$
- Remunerația capitalului de împrumut: $15000 \times 9\% = 1350$
- Dacă se scade remunerația capitalului de împrumut din profitul total rezultă cum capitalul propriu a adus un profit de: = 1 050
- Randamentul capitalului propriu $\frac{1050}{5000}$ este de 21%
- În realitate, capitalul propriu aduce (12% × 5000)..... 600
- Supraprofitul datorat efectului pozitiv de îndatorare (1050 - 600) 450

Rentabilitatea financiară este direct proporțională cu structura financiară Datorii/Capital propriu și cu diferența dintre rata rentabilității economice (Re) și rata dobânzii (D). Practic, rentabilitatea financiară este cu atât mai mare cu cât structura financiară este mai îndatorată și cu cât este mai mare diferența dintre rata rentabilității economice și rata dobânzii.

$$Rf = Re + \frac{\text{Datorii}}{\text{Capital propriu}} \times (Re - D)$$

Dacă: Datorii = 0 → Rf = Re

Datorii > 0 → Rf ≠ Re

Rf > Re → Re > D

Rf < Re → Re < D

Este avantajos ca întreprinderea să se finanțeze concomitent cu fonduri proprii și împrumutate când rata rentabilității economice este superioară ratei dobânzii (Re > D), întrucât eficiența utilizării capitalului propriu (Rf) este mai mare. Ritmul de creștere a rentabilității financiare este mai mare la întreprinderile îndatorate, cu condiția ca Re > D.

În schimb, structura financiară îndatorată implică un risc financiar sporit, determinat de existența cheltuielilor financiare fixe.

Pentru exemplificarea tezelor enunțate mai sus, vom lua exemplul a 3 unități comerciale, identice ca profil de activitate și cifră de afaceri, cu excepția politicii lor de îndatorare, respectiv a structurii financiare:

- SA_1 se finanțează integral cu capital propriu, ceea ce înseamnă că rata îndatorării este nulă;
- SA_2 are o rată de îndatorare de 50%, adică se finanțează în egală măsură cu fonduri proprii și cu capital împrumutat;
- SA_3 are o rată de îndatorare de 75%.

Prezentată într-un tabel, situația financiară a celor 3 întreprinderi arată astfel:

Tabelul nr. 1

	SA_1	SA_2	SA_3
- Total capital utilizat	800000	800000	800000
- Fonduri proprii	800000	400000	200000
- Datorii	-	400000	600000
- Rata dobânzii (D)	6%	6%	6%
- Valoarea nominală a acțiunilor	100	100	100
- Nr. de acțiuni	8000	4000	2000

Ținând cont de informațiile prezentate în Tabelul nr. 1, urmărim să determinăm incidența îndatorării asupra rentabilității financiare, pentru trei ani consecutivi, presupunând că rentabilitatea economică crește de la 3% în anul I, la 3,75% în anul II și 7,50% în anul III. (Tabelul nr. 2).

Tabelul nr. 2

	Anul I	*Anul II*	*Anul III*
Rentabilitatea economică	3%	3.75%	7,50
Beneficiul brut	24 000	30000	60000
SA_1			
Beneficiul brut	24000	30000	60000
Dobânzi	-	-	-
Impozit pe profit (30%)	7200	9 000	18000
Beneficul net	16800	21000	42000
Beneficiul net/acțiune	2,1	2,62	5,25
Rentabilitatea financiară	2,1%	2,62%	5,25%
SA_2			
Beneficiul brut	24000	30000	60000
Dobânzi	24000	24000	24000
Impozit pe profit (30%)	-	1800	11400
Beneficul net	-	4200	24600
Beneficiul net/acțiune	-	1,05	6,15
Rentabilitatea financiară	-	1,05%	6,15%
SA_3			
Beneficiul brut	24000	30000	60000
Dobânzi	36000	36000	36000
Impozit pe profit (30%)	-	-	7200
Beneficiul net	12000	6000	16800
Beneficiul net/acțiune	6	3	8,40
Rentabilitatea financiară	6%	3%	8,40%

Ca urmare a gradului diferit de îndatorare, la aceeași rentabilitate economică, cele 3 unități obțin rentabilități financiare diferite, astfel:

- la o rentabilitate economică de 3%, SA_1 cu o structură financiară neîndatorată, obține o rentabilitate financiară de 2,1%, în timp ce SA_2 și SA_3, îndatorate în proporție de 50% și, respectiv, 75%, obțin rentabilitate financiară 0 și pierdere 6%;

- la o rentabilitate economică de 3,75%, SA_1 obține o rentabilitate financiară de 2,62%, în timp ce SA_2 și SA_3 realizează o rentabilitate de 1,05%, respectiv pierdere 3%;

- la o rentabilitate economică de 7,5%, SA_1 obține o rentabilitate financiară de 5,25%, iar SA_2 și SA_3, de 6,15% și 8,40%.

Rezultă că → **dacă** Re > D → Efectul (+) de îndatorare → Rf > Re
Finanțarea prin credite, respectiv structura financiară îndatorată este oportună;
dacă Re < D → Efectul (-) de îndatorare → Rf < Re
Finanțarea prin credite, adică structura financiară îndatorată, este inoportună.

2.3.2. Criteriul destinației resurselor în alegerea structurii financiare

Activele imobilizate, care reprezintă nevoi cu caracter permanent, este judicios să fie acoperite cu capital permanent, în timp ce activele circulante (cheltuielile ciclului de exploatare) formate în principal din stocuri de mărfuri și alte valori materiale, din creanțe asupra clienților și diverse lichidități primare pot fi acoperite, în măsura posibilităților, prin fondul de rulment - care este un capital permanent - dar și prin datorii pe termen scurt formate din credite de trezorerie și din obligații față de furnizori.

În conformitate cu cele arătate mai sus, se pot stabili următoarele relații:

1. Cheltuielile ciclului de exploatare (active circulante)	= Fondul de rulment	+ Resurse de trezorerie
2. Fondul de rulment	= Capitalul permanent	- Imobilizări în mijloace fixe, terenuri etc.
Fondul de rulment	= Active circulante	- Resurse de trezorerie
3. Capitalul permanent	= Fonduri proprii	+ Datorii pe termen lung și mijlociu

Pentru fiecare agent economic este important să-și adapteze decizia de finanțare conform caracterului permanent sau temporar al nevoilor de finanțat.

Structura financiară a unei întreprinderi se exprimă nu numai ca un raport între îndatorare și capitalul propriu, ci și ca raport între finanțările pe termen scurt și finanțări pe termen lung.

$$\text{Structura financiară} = \frac{\text{Finanțări pe termen scurt}}{\text{Finanțări pe termen lung}} = \frac{\text{Resurse de trezorerie}}{\text{Capital permanent}}$$

2.3.3. Capacitatea de îndatorare

Având în vedere importanța structurii financiare pentru orice societate comercială, atât pentru aprecierea propriei situații, cât și pentru edificarea în raporturile cu banca, este util să se procedeze, în cazul unor analize financiare, la

stabilirea unor indicatori care să marcheze gradul în care sunt utilizate capitalurile proprii în comparație cu împrumuturile pe termen lung și mediu sau cu totalul împrumuturilor.

Dacă considerăm, schematic, că **activul** unei întreprinderi este format din active imobilizate, stocuri de mărfuri și alte valori materiale, soldul clienților și alte lichidități, iar **pasivul** format din capitalul permanent (fonduri proprii, datorii pe termen lung și mediu) și datorii pe termn scurt (furnizori, credite de trezorerie), putem folosi ca instrumente de analiză a structurii financiare următorii indicatori:

Coeficientul de îndatorare globală CIG

$$\frac{\text{Datorii totale}}{\text{Total Pasiv}} \leq 2/3$$

$$\frac{\text{Datorii totale}}{\text{Capital propriu}} \leq 2$$

Factorul de la numărătorul fracției cumulează, desigur, atât împrumuturile pe termen lung și mijlociu, cât și datoriile pe termen scurt, indicatorul exprimând în maniera cea mai generală situația structurii financiare. Dacă admitem că soldul furnizorilor din pasiv este echilibrat de soldul clienților din activ, evident că gradul de îndatorare va fi mai scăzut, ceea ce corespunde unei situații reale chiar în cazul că cele două conturi se compensează parțial.

Indicatorul "îndatorare globală" este exprimat mai sus în două variante, dar este suficientă doar una dintre ele. Se preferă cea de a doua variantă pentru că face referință la normele uzuale bancare conform cărora datoriile totale nu trebuie să fie mai mari de două ori față de capitalul propriu. Temporar, aceste norme se pot reconsidera de către bănci. Când se ating aceste limite de îndatorare ale indicatorilor, capacitatea de îndatorare se consideră, în principiu, saturată.

Un alt indicator cu mare expresivitate financiară se obține raportând unele elemente componente ale capitalului permanent din pasivul bilanțului, respectiv datoriile pe termen mijlociu sau lung, la capitalul propriu, obținând indicatorul numit coeficient de îndatorare la termen.

Coeficientul de îndatorare la termen CIT

$$\frac{\text{Datorii la termen}}{\text{Capital propriu}} \leq 1$$

$$\frac{\text{Datorii la termen}}{\text{Capital permanent}} \leq 1/2$$

Indicatorii prezentați mai sus exprimă, evident, elemente esențiale ce caracterizează situația financiară a întreprinderii; însă, pentru desfășurarea unor relații normale cu băncile, acestea se preocupă de situația clienților lor și sub aspectul posibilităților lor de achitare a obligațiilor asumate, în cuantumul și la termenele stabilite. Altfel spus, băncile sunt interesate să cunoască din timp dacă rambursarea și plata dobânzilor aferente pot fi realizate de debitori în condiții normale, fără să le creeze greutăți financiare de nesuportat. În acest scop, pot fi utilizați unii indicatori care să exprime posibilitățile acceptate de către bănci de onorare a obligațiilor de către debitori.

Pentru creditele de trezorerie interesează ponderea costului creditelor în totalul beneficiului brut.

$$\frac{\text{Costul creditului pe termen scurt}}{\text{Beneficiul brut}} \leq 1$$

Indicatorul, în mod normal, trebuie să fie subunitar. Cu cât indicatorul este mai mic, cu atât situația întreprinderii este mai bună.

În cazul datoriilor la termen, indicatorul care se utilizează este dat de raportul dintre cheltuielile financiare (principal plus dobânda), care reprezintă efortul financiar anual al debitorului, și capacitatea de autofinanțare formată în esență din beneficii și fondul de amortizare.

$$\frac{\text{Cheltuieli financiare la credite pe termen lung și mijlociu}}{\text{Capacitatea de autofinanțare}} \leq 4$$

Aceasta înseamnă că întreprinderea trebuie să aibă o capacitate de autofinanțare care să satisfacă cel puțin 25% din obligațiile anuale decurgând din rate scadente, dobânzi, comisioane și speze bancare.

Capacitatea de îndatorare a unei societăți comerciale exprimă posibilitățile sale de a primi credite care să fie garantate și a căror rambursare, inclusiv plata dobânzilor, să nu creeze greutăți financiare de nesuportat.

Cine este interesat în determinarea capacității de îndatorare?

⇒ **în primul rând**, societatea comercială însăși, care, dorind să se împrumute pentru finanțarea unui proiect, trebuie să-și comensureze atât garanțiile disponibile, cât și fluxurile financiare pozitive viitoare, astfel încât rambursarea la scadență a creditelor și plata dobânzilor aferente să se poată realiza fără dificultăți;

⇒ **în al doilea rând**, creditorul sau banca, întrucât acordând credite banca își asumă anumite riscuri (de nerambursare, de neplată a dobânzilor, de imobilizare, de devalorizare a monedei) și prin urmare este profund interesată să cunoască situația economico-financiară a viitorului debitor, pentru a decide dacă acceptă cererea de credit sau o respinge.

Valorile indicatorilor capacității de îndatorare, prezentate la pag. 49 și 50 exprimă situația reală și exigențele băncii la un moment dat, fără a considera că, în funcție de diverse condiții, ele nu mai pot să fie modificate. Dacă însă societatea comercială atinge sau depășește valorile maxime, acceptate de bancă, ale indicatorilor, înseamnă că are capacitate de îndatorare saturată și nu mai poate primi noi credite. Este suficient ca un singur indicator să fie depășit pentru ca operațiunea de creditare să nu se realizeze.

Să presupunem că o societate comercială prezintă următoarea structură a pasivului bilanțului:

- Capital propriu (Cp)..... . . 150000 → Capital permanent (CP) = 250000
- Datorii la termen (dat. t)..... ... 100000
- Datorii pe termen scurt (dat.t.sc.).....120000 → Datorii totale = 220000

Total pasiv 370000

și dorește să cunoască dacă are capacitate de îndatorare (dacă mai poate apela la alte credite în afara celor existente) și în ce cuantum.

Pentru a răspunde la această problemă vom proceda în felul următor:

a) Conform indicatorului CIG, datoriile totale ale societății comerciale se pot ridica până la de 2 ori capitalul propriu:

$$2 \times 150000 = 300000$$

b) Rezultă că societatea comercială poate primi un credit suplimentar la nivelul diferenței dintre datoriile maxime admisibile și datoriile totale existente:

$$300000 - (100000 + 120000) = 80000$$

c) Se observă însă că nu se poate lua întreaga sumă de 80000 sub forma creditului pe termen lung și mediu întrucât se depășește limita admisă de indicatorul CIT.

$$\frac{100000 + 80000}{150000} > 1$$

d) Singura soluție pentru a obține întreaga sumă de 80000 sub formă de credit este divizarea ei în:

- credit pe termen lung și mijlociu 50000
- credit pe termen scurt.....30000

80000

e) În conformitate cu aceste majorări ale datoriei, structura pasivului bilanțului arată astfel:

- Capital propriu .....150000 → CP = 300000
- Datorii la termen (100000 + 50000) .....150000 → Dat. t = 300000
- Datorii termen scurt (120000 + 30000).....150000
Pasiv total 450000

f) Acum indicatorii capacității de îndatorare sunt satisfăcuți:

$$CIG = \frac{300000}{450000} = 0,66 \qquad \frac{300000}{150000} = 2$$

$$CIT = \frac{150000}{300000} = 0,5; \qquad \frac{150000}{150000} = 1$$

Cazul prezentat mai sus exprimă o situație generală, când întreprinderea se întreabă, teoretic, dacă are sau nu capacitatea de îndatorare. În practică însă, o societate comercială oarecare, cu un anumit activ și pasiv patrimonial în stare de echilibru, descoperă un proiect foarte rentabil, pe care ar dori să-l implementeze dar pentru care nu dispune de surse proprii. În aceste condiții contravaloarea proiectului ar putea fi acoperită cu un credit bancar, dacă situația bilanțieră îi permite apelul la acest credit, respectiv, dacă se încadrează în limitele capacității de îndatorare.

În această situație să presupunem că structura pasivului bilanțului societății comerciale se prezintă astfel:

- Cp .....420000 → CP = 700000
- Dat. t.....280000 → Dat. tot. = 780000
- Dat. t. sc.....500000
Total pasiv 1 200000

și că valoarea proiectului rentabil pe care dorește să-l implementeze se ridică la suma de 350000. Întreprinderea dorește să cunoască dacă poate primi această sumă sub formă de credit bancar pe termen lung.

a) Pentru rezolvarea temei propuse vom începe prin a verifica dacă societatea comercială are capacitate de îndatorare. Practic, pe baza datelor din bilanț, vom calcula indicatorii capacității de îndatorare:

$$CIG = \frac{780000}{1200000} = 0,65; \qquad \frac{780000}{420000} = 1,85$$

$$CIT = \frac{280000}{700000} = 0,4; \qquad \frac{280000}{420000} = 0,665$$

Constatăm că ambii indicatori sunt subîndepliniţi, de unde rezultă că societatea comercială poate apela la credite bancare.

b) În continuare, ne propunem să verificăm încadrarea societăţii comerciale în normele uzuale bancare privind limitele de îndatorare, în condiţiile apelării la un credit pe termen lung de 350000. Practic, vom modifica structura pasivului bilanţului cu contravaloarea creditului şi apoi vom calcula indicatorii CIG şi CIT.

- Cp ..... 420000 → CP = 1050000
- Dat.sc. (280000+350000) ..... 630000 → Dat.tot. = 1130000
- Dat.t.sc 500000

Total pasiv 1550000

$$CIG = \frac{1130000}{1550000} = 0,72; \qquad \frac{1130000}{420000} = 2,69$$

$$CIT = \frac{630000}{1050000} = 0,6; \qquad \frac{630000}{420000} = 1,5$$

Constatăm că ambii indicatori sunt depăşiţi, ceea ce înseamnă că societatea nu poate primi un credit de 350000. În acelaşi timp observăm că este vorba de o depăşire relativ mică a acestor indicatori, ceea ce permite soluţia unei creşteri minime de capital propriu, pentru ca ulterior să se apeleze la credit, în completare, până la 350000.

c) Calcularea creşterii minime de capital propriu, urmată de o creştere maximă de credit, pentru acoperirea integrală a costului proiectului.

Notăm: x = creştere minimă de capital propriu
y = creştere maximă de credit

şi formăm sistemul de două ecuaţii cu 2 necunoscute, folosindu-ne în acest scop de formulele de calcul ale indicatorilor CIG şi CIT

$$x + y = 350000$$
$$2(420000 + x) = 280000 + y + 500000$$
$$840000 + 2x = 780000 + y$$
$$2x - y = -60000 \quad |\cdot(-1)$$
$$-2x + y = 60000 \quad (2)$$
$$x + y = 350000 \quad |\cdot 2$$
$$-2x + Y = 60000$$
$$2x + 2y = 700000$$
$$-2x + y = 60000$$
$$/ \quad 3y = 760000$$

$x = 96667$

$y = 253333$

d) Verificăm încadrarea în limitele capacității de îndatorare după creşterea minimă de capital propriu de 96667 şi după creşterea maximă a creditului pe termen lung de 253333.

- CP.....(420000 + 96667).....516667 → CP = 1050000
- Dat. term (280000 + 253333).....533333
- Dat.t.sc.....500000 → Dat.tot. = 1033333

Total Pasiv 1550000

$$CIG = \frac{1033333}{1550000} = 0{,}66; \qquad \frac{1033000}{516667} = 2$$

$$CIT = \frac{533333}{1050000} = 0{,}5079; \qquad \frac{533333}{516667} = 1{,}03$$

Deşi societatea comercială poate primi un credit total de 253333 (indicatorul CIG este îndeplinit), constatăm că nu poate lua întreaga sumă ca un credit pe termen lung întrucât depăşeşte indicatorul CIT (1,03 în loc de 1,00).

e) Soluția rezidă în divizarea creditului total de 253333 în:

- credit pe termen lung = 236667
- credit pe termen scurt = 16666

253333

astfel încât să fie satisfăcut şi indicatorul CIT.

f) În final ne propunem să verificăm încadrarea societății comerciale în limitele capacității de îndatorare, după divizarea creditului total de 253333.

- Cp.....(420000 + 96667) .....516667 → CP = 1033333
- Dat. term.... (280000 + 236667)...516667
- Dat.t.sc. (50000 + 16667).....516667 → Dat.term. = 1033333

$$CIG = \frac{1033333}{1550000} = 0{,}66; \qquad \frac{1033333}{516667} = 2$$

$$CIT = \frac{516667}{1033333} = 0{,}5; \qquad \frac{516667}{516667} = 1$$

Ambii indicatori fiind îndepliniți, societatea comercială îşi poate finanța proiectul rentabil de 350000, pe baza creşterii surselor proprii (96667), a creditului bancar pe termen lung de 236667 şi a unui credit pe termen scurt de 16666.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 3

Evaluarea şi reevaluarea întreprinderii

Evaluarea unei întreprinderi constituie o problemă financiară dintre cele mai complexe. Ea reprezintă un domeniu de sinteză în care trebuie să se recurgă simultan la diverse metode de selectare a investiţiilor, de adoptare a deciziilor financiare, de stabilire a diagnosticului strategic şi financiar sau de previziune financiară.

3.1. Evaluare şi reevaluare

Evaluarea întreprinderii este rezultatul unui proces de diagnostic, apărând ca o linie strategică a întreprinderii, mai ales în situaţia negocierii întreprinderii înseşi. Valoarea unei întreprinderi este rezultatul unui proces de evaluare. Ea este dată de valoarea portofoliului de active (valoarea brută). Dacă se deduc datoriile, obţinem valoarea capitalului propriu, adică valoarea patrimoniului acţionarilor (valoarea netă).

Ca urmare a factorilor multipli care acţionează din interiorul întreprinderii sau din afara acesteia, procesul de evaluare trebuie reluat la intervale de timp mai mult sau mai puţin regulate, formând conţinutul operaţiunilor de reevaluare.

Necesitatea evaluării şi reevaluării apare pregnant în anumite situaţii, cum ar fi: cumpărarea sau vânzarea unei societăţi comerciale sau numai a unui fond comercial al acesteia; căutarea unor asociaţi susceptibili de a se interesa de întreprindere în vederea subscrierii unei părţi de capital; calcularea valorii de asigurare a bunurilor din patrimoniu; partajarea unei întreprinderi între moştenitori; exproprierea unei întreprinderi cu compensaţie; fuziuni sau sciziuni ale unor societăţi; lichidarea unor societăţi; condiţii de criză inflaţionistă când valoarea de inventar a bunurilor din patrimoniu nu mai reflectă o realitate acceptată, estimarea acţiunilor sau părţilor sociale ale unor întreprinderi necotate la bursă etc.

Evaluarea unei întreprinderi poate fi privită, fie ca o evaluare contabilă, fie ca o evaluare financiară. **În viziunea contabilă** evaluarea este o operaţiune statică, care priveşte societatea comercială ca un patrimoniu compus din elemente relativ independente. În acest caz, valoarea unei societăţi este dată de suma elementelor constitutive. **În viziunea financiară** evaluarea este o operaţiune dinamică, care consideră întreprinderea ca o investiţie complexă, ca pe o afacere. În acest caz, valoarea

unei societăți este dată de suma veniturilor pe care ea le poate aduce în viitor. Sub acest aspect, ceea ce face valoarea unei întreprinderi este situația sa concurențială, calitatea și cantitatea produselor sau serviciilor pe care le produce, calitatea personalului care o deservește, climatul social existent în întreprindere, calitatea conducerii și gestionării ei. Pentru a decide asupra valorii unei societăți comerciale se impune analiza tuturor acestor dimensiuni.

În procesul de evaluare a unei întreprinderi, în vederea vânzării / cumpărării acesteia, apar două puncte de vedere; cel al cumpărătorului și cel al vânzătorului. Fiecare din părțile interesate are o viziune proprie asupra valorii întreprinderii, urmărind în egală măsură să maximizeze valoarea propriului patrimoniu.

Vânzătorul, în luarea deciziei privind valoarea întreprinderii, compară prețul de achiziție oferit de cumpărător cu valoarea de lichidare a activelor firmei, dar și cu valoarea actuarială a fluxurilor pozitive viitoare, în cazul nerealizării tranzacției și al continuării exploatării. Pentru vânzător, decizia de vânzare reprezintă o dezinvestire. Conform criteriului VAN, vânzătorul va vinde numai dacă valoarea actuarială netă a fluxurilor de lichidități viitoare (evaluate la o rată actuarială la nivelul costului capitalului), pe care o poate obține continuând exploatarea, este inferioară prețului oferit de cumpărător.

Cumpărătorul ia decizia în funcție de prețul cerut de vânzător, comparându-l cu valoarea de reconstituire a activelor întreprinderii, dar și cu evaluarea actuarială a fluxurilor pozitive viitoare pe care consideră că le poate obține în cursul exploatării. Decizia de cumpărare este o decizie de investire pentru cumpărător. Conform aceluiași criteriu VAN, prețul maxim oferit de cumpărător (valoarea întreprinderii în viziunea sa) va fi ≤ cu valoarea minimă, situată între valoarea actuarială și valoarea de reconstituire.

Fluxurile se estimează de o manieră diferită de către vânzător și cumpărător, luându-se în considerare de către fiecare dintre părți ansamblul incidențelor achiziției/vânzării asupra fluxurilor de exploatare sperate.

3.2. Etapele evaluării

Pentru societățile comerciale cotate, pe o piață eficientă, prețul oferit/acceptat este egal cu valoarea întreprinderii. Valoarea bursieră a societății comerciale care se vinde plus valoarea de piață a datoriilor sale formează valoarea sa de piață. Dacă cumpărătorul este pregătit să plătească mai mult decât valoarea de piață, înseamnă că el estimează că întreprinderea achiziționată va genera fluxuri pozitive mai mari sub conducerea sa decât a vânzătorului și că, deci, va putea obține VAN pozitivă.

Pentru realizarea operațiunii de evaluare se parcurg două etape: stabilirea diagnosticului strategic și negocierea.

Diagnosticul strategic sau starea de sănătate a unei întreprinderi are în vedere studierea acesteia sub diverse aspecte, precum: concurențial, tehnologic, social și financiar. Diagnosticul concurențial răspunde la chestiuni cum ar fi piața sau debușeul societății de referință, structura clientelei, prețurile practicate comparativ cu alte unități similare, dacă există un proces de creștere economică vizibilă etc.

Diagnosticul tehnologic prezintă informaţii despre productivitatea medie a muncii pe întreprindere, calitatea tehnologiei şi a utilajelor utilizate, măsura în care există preocupări pentru lansarea de produse noi, activitatea de cercetare etc. Diagnosticul social vizează categoriile de personal utilizate, calificarea acestuia, politica salarială, preocuparea pentru formarea personalului, problema absenteismului, a conflictelor de muncă din întreprindere, precum şi calitatea relaţiilor cu partenerii de contracte. În sfârşit, diagnosticul financiar, care urmăreşte în primul rând capacitatea de profit a întreprinderii, echilibrul financiar, lichiditatea financiară, capacitatea de plată şi solvabilitatea, posibilităţile de autofinanţare şi structura financiară.

Etapa negocierii. În procesul negocierii valoarea unei întreprinderi este interpretată diferit de către vânzător sau de cumpărător. Procesul de negociere dintre cele două părţi duce la definitivarea preţului. Aici este momentul de a face distincţia între valoarea unei întreprinderi şi preţul său. Dacă valoarea se stabileşte ca un rezultat al unei operaţiuni de evaluare, preţul întreprinderii este un fapt obiectiv, constatat pe piaţă cu ocazia schimbului sau a vânzării. Preţul rezultă dintr-o tranzacţie negociată, fiind determinat de considerente obiective şi subiective ale cumpărătorului şi vânzătorului.

Vânzarea totală sau parţială a unei societăţi comerciale reprezintă o lichidare pentru vânzător şi o investire pentru cumpărător, adică un plasament de capital. De aceea, procesul de evaluare poate fi diferit în funcţie de cine îl face; vânzători pot fi acţionarii, proprietarii, întreprinzătorii, iar cumpărători alţi întreprinzători, diverşi deţinători de economii în căutare de plasament, bănci, diverşi speculatori etc.

3.3. Metode de evaluare

În practica economică şi financiară se cunosc diverse metode de evaluare a întreprinderii: metode patrimoniale sau tradiţionale, metode dinamice întemeiate pe actualizare şi metode hibride.

Metode de evaluare

- Metode dinamice:
  - ⇒ actualizarea fluxurilor de lichidităţi;
  - ⇒ metode bursiere;
  - ⇒ metoda valorii de randament;
- Metode patrimoniale:
  - ⇒ metoda matematică – contabilă;
  - ⇒ metoda activului net corectat;
  - ⇒ metoda valorii substanţiale;
  - ⇒ metoda capitalului permanent;
  - ⇒ metoda valorii de lichidare;
- Metode hibride: ⇒ goodwill.

3.3.1. Metode de evaluare tradiționale

Metodele de evaluare tradiționale sau patrimoniale pornesc de la presupunerea că întreprinderea este dezmembrată și că evaluarea se realizează în optica cesiunii de diferite active (din punctul de vedere al vânzătorului) sau în optica reconstituirii de active (din punctul de vedere al cumpărătorului).

3.3.1.1. Metoda matematică contabilă

Metoda matematică-contabilă sau metoda activului net contabil se bazează pe estimarea valorii întreprinderii cu ajutorul datelor patrimoniale extrase din bilanț. În conformitate cu această metodă valoarea contabilă a întreprinderii este egală cu suma valorilor nete contabile a diferitelor active. Aceste valori se bazează pe valoarea de origine, corectată în funcție de principiile de evaluare contabilă.

Activul net contabil = Valoarea contabilă a activelor - Datoriile din pasiv

Valoarea matematică contabilă corespunde valorii contabile a capitalului propriu, după repartiția de dividende.

Valoarea matematică contabilă se poate determina	Capital propriu - dividende sau Total Activ - Pasivul exigibil - dividende

3.3.1.2. Metoda activului net corectat

Activul net corectat sau valoarea intrinsecă a activului reprezintă valoarea reală sau actuală a unui bun, titlu sau întreprindere. Această metodă se bazează pe căutarea valorii de înlocuire, adică mărimea fondurilor necesare pentru reconstituirea patrimoniului întreprinderii în starea actuală.

Prima bază de evaluare a unui bun este costul său de origine, adică de achiziție sau construcție care este înscris în bilanț. Acesta formează așa-numita valoare de intrare. Dacă admitem că acest cost este perfect întemeiat, cu trecerea timpului și pe măsura folosirii se scade uzura fizică, uzura morală, se corectează cu deprecierea sau reprecierea monetară, cu condițiile pieței. Toți acești factori, comensurați în mod corespunzător, modifică valoarea de origine, rămânând valoarea reziduală sau intrinsecă.

Spre deosebire de valoarea reziduală, metoda activului net corectat se bazează pe preluarea posturilor din activ, cărora li se dă apoi o valoare diferită de cea contabilă, criteriile fiind valoarea de înlocuire, valoarea venală pentru bunurile destinate vânzării, valoarea de folosinţă pentru bunurile ce rămân durabil în întreprindere. În perioadele de inflaţie activul se poate corecta cu un indice variabil, în funcţie de rata inflaţiei, plus vechimea activelor, obţinându-se activul reevaluat.

Prin urmare, activul net reevaluat se obţine corectând activul net contabil, eliminând elementele nonvaloare. Imobilizările materiale se evaluează în funcţie de valoarea lor probabilă de negociere, în mod direct, după tranzacţiile comparabile efectuate sau indirect, după metoda indicilor. În final, se scad datoriile din pasiv şi alte angajamente existente.

3.3.1.3. Metoda valorii substanţiale

Această metodă urmăreşte o estimare de ansamblu a tuturor bunurilor angajate în exploatare şi care va fi comparată cu rentabilitatea exploatării, urmărindu-se, de fapt, valoarea reală de utilizat. Practic, se porneşte de la activul brut de exploatare, se scad bunurile închiriate sau împrumutate, precum şi costul reparaţiilor, rămânând valoarea substanţială.

Este vorba de o valoare brută, evaluată în funcţie de costul de înlocuire, având în vedere intenţia de a continua exploatarea. Valoarea substanţială corespunde valorii de utilizare pentru cumpărător. Dacă se deduce pasivul exigibil, se obţine valoarea substanţială netă.

3.3.1.4. Metoda capitalului permanent

Capitalul permanent necesar exploatării constă, de fapt, în însumarea valorii imobilizărilor din activul bilanţului cu fondul de rulment din pasiv. Imobilizările se evaluează plecând de la valoarea netă a acestora, iar necesarul în fond de rulment de la previziunile privind volumul activităţii. Noţiunea de capital permanent este foarte apropiată de cea denumită activ economic.

3.3.1.5. Metoda valorii de lichidare

Prin valoare de lichidare se înţelege valoarea întreprinderii când îşi încetează activitatea. Aceasta se mai numeşte şi valoare de casă şi este o valoare subiectivă, aleatorie, dependentă de circumstanţe.

Valoarea de lichidare este aceea care se obține la „vânzarea forțată" a întreprinderii, într-un termen limitat. Bunurile respectivei întreprinderi au o valoare industrială și comercială importantă dar, în condițiile vânzării anormale (obligatorii), suferă abateri substanțiale, de regulă în sensul micșorării valorii. Astfel de abateri se produc datorită unor factori multipli: lichidarea poate avea loc într-o perioadă în care piața nu este favorabilă; anumite bunuri pot avea o valoare considerabilă de utilizare, superioară celei de care are nevoie cumpărătorul și, prin urmare, acesta nu poate oferi un preț mai bun. În afara acestor factori trebuie luat în considerare și faptul că vânzarea bunurilor antrenează anumite cheltuieli pentru întreprindere, precum comisioane, cheltuieli de transport, onorarii de lichidare, cheltuieli de publicitate, de radiere din Registrul comerțului, fiscalitatea asupra încasărilor realizate din vânzări de bunuri, sau cheltuieli de recompensare a partenerilor cu care s-au întrerupt relațiile contractuale etc. Toate acestea influențează negativ valoarea de lichidare și care poate fi mult mai mică decât valoarea contabilă a patrimoniului.

Valoarea de lichidare nu trebuie confundată cu valoarea lichidativă. În cazul acesta este vorba de o vânzare progresivă de active, din inițiativa întreprinderii, fără termene forțate. Costul tranzacțiilor este normal. Totuși, valoarea astfel comensurată este aproape totdeauna inferioară valorii contabile, dar nu dezastruoasă ca în cazul valorii de lichidare. Pasivul rămâne evaluat la valoarea sa contabilă.

3.3.2. Metode de evaluare dinamice

Metodele de evaluare dinamice se bazează pe fluxurile de lichidități actualizate și care pot fi diferite: beneficii, amortizare, dividende, valoarea reziduală, încasări globale etc. Întreaga dezvoltare a teoriei finanțelor pornește de la valoarea întreprinderii stabilită pe baza fluxurilor, în special a fluxurilor nete de venituri.

Valoarea întreprinderii stabilită prin metode dinamice nu depinde decât indirect de beneficii, sau de dividende, care sunt o parte a beneficiilor. Ceea ce interesează în primul rând sunt încasările nete (cash flow net) degajate din activitatea specifică și nu de rezultatele contabile.

Evident că încasările nete și beneficiile contabile au apropieri calitative, totodată însă trebuie făcute și corectări de interpretare și rol asupra determinării valorii întreprinderii. Spre exemplu, utilizarea rezultatelor contabile pentru a evalua o întreprindere sau a alege un anumit proiect nu este suficientă întrucât nu se are în vedere evaluarea riscurilor. În aceeași direcție se poate lua exemplul amortizării care reduce volumul beneficiilor contabile, întrucât sunt elemente de cheltuieli, însă contribuie la creșterea încasărilor nete.

Din exemplele folosite mai sus nu rezultă că beneficiile contabile n-au nici o importanță în stabilirea valorii întreprinderii sau a acțiunilor, numai că valoarea întreprinderii, respectiv cursul acțiunilor, nu variază mecanic în funcție de beneficiile contabile.

Teoria financiară aderă la practica bursieră considerând că valoarea de piață a acțiunilor, respectiv cursul bursier al acestora, depinde de variațiile încasărilor

nete actualizate cu rata dobânzii corespunzătoare clasei de risc căreia îi aparţine întreprinderea. **Valoarea actuarială netă (VAN) a fluxurilor de încasări nete este aceea care determină valoarea unei întreprinderi.**

Toate proiectele previzionate se evaluează în funcţie de contribuţia aşteptată la creşterea valorii actuariale nete. Astfel, teoria financiară formulează criteriul central al strategiei financiare, care dă coerenţă gestiunii financiare şi care asigură interdependenţa între finanţele întreprinderii şi situaţia pieţei financiare în ansamblul său.

3.3.2.1. Metoda fluxurilor de lichidităţi

Metoda fluxurilor pozitive şi negative generate de exploatare porneşte de la ideea că valoarea întreprinderii nu rezultă atât din valoarea patrimoniului, cât din fluxurile de venituri pe care le generează. Valoarea astfel obţinută reprezintă valoarea de ansamblu a activelor. Metoda enunţată presupune un proces global de evaluare şi nicidecum o evaluare pe fiecare element component din activ. Cumpărătorul utilizează metoda pentru a obţine preţul maxim dispus să-l plătească, în timp ce vânzătorul o utilizează pentru a determina preţul minim pe care-l poate accepta.

Metoda fluxurilor se bazează pe aplicarea criteriului VAN. Evaluarea fluxurilor de lichiditate se realizează diferenţiat, luându-se în considerare ansamblul incidenţelor achiziţiei de active asupra fluxurilor de exploatare pe care urmează să le obţină cumpărătorul: creşterea veniturilor, scăderea costurilor, costuri de reorganizare etc.

Trebuie luate în considerare, de asemenea, fluxurile de lichidităţi intermediare (variaţii ale excedentului trezoreriei de exploatare, variaţii ale impozitului societar, eventuale cesiuni etc.), precum şi fluxurile finale (valoarea reziduală).

Perioada de actualizare se stabileşte, de regulă, la un număr de ani de exploatare. Erorile de evaluare a fluxurilor mai îndepărtate au mai mică importanţă, ca urmare a actualizării, decât la fluxurile mai apropiate.

Rata actuarială se stabileşte, în mod obişnuit, la nivelul costului capitalului, dar poate fi modificată în funcţie de riscul economic sau de schimbarea structurii financiare.

Formula de calcul al valorii actuariale a întreprinderii:

$$VAN = \sum_{t=1}^{n} \frac{Ft}{(1+i)^t} + \frac{V}{(1+i)^n}$$

în care:

VAN = valoarea actuarială netă

i = rata actuarială a dobânzii (costul capitalului).... 8,50%

n = 6 ani de fluxuri

F = fluxurile (+) generate de exploatarea obiectivului

N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
−6220	1200	1600	1800	2000	1700

V = fluxul final, respectiv valoarea reziduală 3500

$$VAN = \frac{-6220}{1,085^1} + \frac{1200}{1,085^2} + \frac{1600}{1,085^3} + \frac{1800}{1,085^4} + \frac{2000}{1,085^5} + \frac{1700+3500}{1,085^6}$$

$$\boxed{VAN = 2355,51}$$

Valoarea actuarială netă fiind pozitivă, investirea în achiziționarea întreprinderii este acceptabilă pentru cumpărător la prețul de 6 220 întrucât, în 6 ani, ea generează venituri mai mari cu 2 355,51, decât dacă același capital ar fi fost plasat la o bancă, cu dobândă compusă, pe o perioadă de timp egală cu durata de viață economică a întreprinderii (perioada în care generează fluxuri pozitive acceptabile).

Valoarea actuarială este însă, adesea, diferită pentru cumpărător și pentru vânzător ca urmare a evaluării diferite a fluxurilor, precum și ca urmare a alegerii ratei de actualizare reprezentând costul capitalului pentru cele două părți. În final, intervine negocierea pentru definitivarea valorii întreprinderii.

3.3.2.2. Metode bursiere de evaluare

Metodele bursiere de evaluare se bazează pe actualizarea dividendelor sau a beneficiilor. Aceste metode permit determinarea ratei actuariale (RRI) obținute de investitori asupra fondurilor lor proprii, respectiv de evaluare a capitalului propriu exprimat prin acțiuni emise.

Modul de calculare este asemănător cu cel descris anterior, cu excepția fluxurilor de la numărător care, acum, sunt date de dividendele viitoare previzionate. Dacă notăm:

P_0 = cursul acțiunilor (valoarea de piață)
P_n = cursul la sfârșitul perioadei (valoarea reziduală)
DIV = volumul dividendelor pentru perioada t
R = rata rentabilității actuariale obținute de investitor la fondurile sale proprii

$$\boxed{P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{Div_t}{(1+R)^t} + \frac{P_n}{(1+R)^n}}$$

Dacă valoarea unei întreprinderi este dată de valoarea bursieră a acțiunilor sale, importantă este stabilirea valorii unei acțiuni care, înmulțită cu numărul

acţiunilor, conduce la stabilirea valorii nete a întreprinderii; dacă la aceasta se adaugă suma datoriilor din pasiv se obţine valoarea globală a întreprinderii.

Considerând că dispunem de următoarele informaţii:

- Numărul de acţiuni emise de o societate comercială(N) 650
- Numărul anilor de funcţionare a societăţii (n) 5
- Valoarea reziduală (de vânzare) a acţiunilor la sfârşitul celor cinci ani (P_n) 340
- Dividendul pe o acţiune (DIV/A) 18
- Rata anuală de creştere a dividendelor (g) 6%
- Rata de actualizare (costul capitalului (RRI) 14%
- Pasivul exigibil 28264,5

$$P_0 = \frac{18}{1,14} + \frac{18 \times 1,06}{1,14^2} + \frac{18 \times 1,06^2}{1,14^3} + \frac{18 \times 1,06^3}{1,14^4} + \frac{18 \times 1,06^4}{1,14^5} + \frac{340}{1,14^5} = 242,47$$

Valoarea actuală netă a întreprinderii = P_0 x N = 242,47 x 650 = 15760,5

Valoarea globală a întreprinderii = 157605,5 + 28264,5 = **185870**

3.3.2.3. Metoda valorii de randament

În conformitate cu această metodă de evaluare, valoarea unei firme este dată de capacitatea sa de profit exprimată prin rata de actualizare a beneficiilor sperate. În condiţiile când întreprinderea se finanţează în participaţie (fonduri proprii plus credite) modelul general de evaluare este următorul:

$$V = \frac{\tilde{B}(1-I)}{R} + \frac{iDI}{i} \longrightarrow V = \frac{\tilde{B}(1-I)}{R} + DI$$

Adoptăm următoarele notaţii:

V = valoarea de piaţă a firmei (valoarea globală)
Vo = suma valorii de piaţă a acţiunilor
$\tilde{B}$ = beneficiul sperat brut
Ba = beneficiul net sperat de acţionari
Bob = beneficiul anual sperat de obligatari
$\tilde{B}$ tot = beneficiul total net sperat
I = rata impozitului pe profit
i = rata dobânzii la împrumut
D = datorii (împrumutul)
R = rata de actualizare a beneficiilor
R_1 = rata de actualizare a dividendelor viitoare.

Pentru a înţelege formula de mai sus plecăm de la două concepte de bază:

$$\left\| \begin{array}{c} Ba = \left(\tilde{B} - iD\right)(1-I) \\ Bob = iD \end{array} \right\|$$

în consecință,

$$\tilde{B}tot = \left(\tilde{B} - iD\right)(1-I) + iD$$
$$\tilde{B}tot = \tilde{B} - \tilde{B}I - iD + iDI + iD$$
$$\tilde{B}tot = \tilde{B}(1-I) + iDI$$

În ecuația de mai sus expresia iDI reprezintă economia de impozit întrucât costul explicit al finanțării prin îndatorare este deductibil din baza impozabilă (din beneficiul impozabil).

Procedând la actualizarea celor 2 termeni ai ecuației, obținem:

$$\tilde{B}tot \text{ (sau valoarea firmei)} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\tilde{B}(1-I)}{(1+R)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{iDI}{(1+i)^t}$$

Ecuația se simplifică întrucât $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+R)^t} = \frac{1}{R}$, iar $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+R)^t} = \frac{1}{i}$, astfel încât se obține:

$$V = \frac{\tilde{B}(1-I)}{R} + \frac{i\,D\,I}{i} = \frac{\tilde{B}(1-I)}{R} + DI$$

Această valoare de piață a întreprinderii $\boxed{\frac{\tilde{B}(1-I)}{R} + DI}$ este egală cu valoarea de piață a acțiunilor (V_0), plus valoarea de piață a datoriilor pe termen lung (D).

$$\frac{\tilde{B}(1-I)}{R} + DI = V_0 + D$$

$$\frac{\tilde{B}(1-I)}{R} = V_0 + D - DI \quad \rightarrow \quad \boxed{\frac{\tilde{B}(1-I)}{R} = V_0 + D(1-I)} \qquad (1)$$

- Ponderăm ambii termeni ai ecuației (1) cu expresia $\frac{R}{V_0}$ și obținem:

$$\frac{R}{V_0} \times \frac{\tilde{B}(1-I)}{R} = \frac{R}{V_0}\left[V_0 + D(1-I)\right]; \qquad \frac{\tilde{B}(1-I)}{V_0} = \frac{RV_0}{V_0} + \frac{RD(1-I)}{V_0}$$

$$\frac{\tilde{B}(1-I)}{V_0} = R + R(1-I)\times\frac{D}{V_0} \qquad (2)$$

- Scădem din ambii termeni ai ecuației expresia $\frac{iD(1-I)}{V_0}$ şi obținem:

$$\frac{\tilde{B}(1-I)}{V_0} - \frac{iD(1-I)}{V_0} = \left[R + R(1-I)\times\frac{D}{V_0}\right] - \frac{iD(1-I)}{V_0}$$

$$\frac{(\tilde{B} - iD)(1-I)}{V_0} = R + (R-i)(1-I)\times\frac{D}{V_0} \qquad (3)$$

Partea stângă a ecuației (3) este tocmai raportul dintre beneficiile nete şi valoarea de piață a acțiunilor (randamentul acțiunilor). Plecând de la teza conform căreia valoarea de piață a unei acțiuni este determinată de valoarea actualizată a dividendelor viitoare şi a câştigului în capital aşteptate de la firmă (fluxuri pozitive de remunerație şi de capital), problema care se pune este de a determina valoarea factorului actuarial R.

Pentru aceasta avem două posibilități:

a) dacă firma foloseşte întreg beneficiul pentru distribuiri de dividende, ecuația se rezolvă simplu, pentru aceasta dispunând de toate informațiile necesare;

b) dacă dividendele distribuite nu sunt egale cu beneficiul $(\tilde{B} > \text{Div.})$, vom considera expresia $\frac{(\tilde{B} - iD)(1-I)}{V_0}$ care semnifică randamentul acțiunilor, ca fiind rata la care piața actualizează dividendele viitoare (rata actuarială), întrucât interesul acționarilor se situează la nivelul fluxurilor de venituri susceptibile de a fi obținute.

În acest caz, rata actuarială poate fi corectată cu rata creşterii dividendelor viitoare (g), dacă se previzionează un proces de creştere a dividendelor pe piața financiară. Atunci, rata de actualizare se obține majorând randamentul acțiunilor (dividende/valoarea bursieră a acțiunilor) cu rata de creştere a dividendelor viitoare.

$$R_1 = \frac{\text{Dividend}}{\text{Valoarea de piață a unei acțiuni}} + g \qquad (4)$$

BCU CLUJ UNIVERSITY LIBRARY

Înlocuind primul termen al ecuației (3) cu ecuația (4), obținem:

$$R_1 = R + (R - i)(1 - I) \times \frac{D}{V_0} \quad (5)$$

Exemplificăm mai jos modul de calcul al indicatorilor: R_1 – rata de actualizare a dividendelor viitoare și R – rata de actualizare a beneficiilor (valoarea de randament a întreprinderii) în condițiile când dispunem de următoarele informații:

g = 4%	$R_1 = \frac{2,90}{65} + 4\% = 8,46\%$
i = 8%	$8,46 = R + (R - I)(1 - I) \times \frac{D}{V_0}$
I = 30%	$0,0846 = R + (R - 0,08)(1 - 0,3) \times \frac{600000}{1700000}$
D = 600000	$0,0846 = R + 0,2470587R - 0,0197646$
	$0,0846 = 1,2470587R - 0,0197646$
V_0 = 1700000	
P = 65	R = 8,36%
Div/A = 2,90	

3.3.3. Metode hibride. Goodwill

Metodele patrimoniale de evaluare a întreprinderii prezintă inconvenientul că nu iau în considerare decât activele care fac obiectul tranzacțiilor pe piețe specifice. Ele ignoră valoarea activelor necorporale și umane (competența profesională, corectitudinea, promptitudinea), dar care pot constitui adesea o parte însemnată a valorii unei întreprinderi.

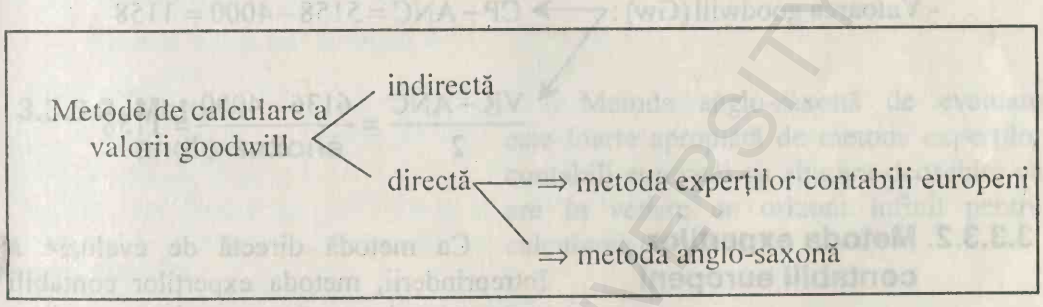
Metodele hibride de evaluare reprezintă o îmbinare a metodelor patrimoniale și dinamice, cea mai cunoscută fiind metoda Goodwill. Prin Goodwill se înțelege excedentul valorii globale a unei întreprinderi, la o anumită dată, comparativ cu valoarea atribuită elementelor din activul bilanțului la aceeași dată. Acest excedent este un element de activ nematerial, care se traduce prin bunele relații pe care întreprinderea le are cu clienții, cu furnizorii, valoarea resurselor umane de care dispune, amplasamentul favorabil, reputația de care se bucură, bonitate etc. și care permit întreprinderii să realizeze beneficii superioare comparativ cu alte unități similare.

Metoda Goodwill este deci subiectivă, conținutul său fiind foarte eterogen. Ideea de bază este că valoarea globală a întreprinderii este alcătuită din două

elemente: valoarea patrimonială (activul contabil corectat) şi valoarea altor elemente reprezentate prin goodwill.

Goodwill sau supravaloarea reprezintă, practic, valoarea activelor nonnegociabile şi corespunde diferenţei dintre valoarea de tip actuarial şi cea de tip patrimonial. Altfel spus, valoarea întreprinderii apare compusă din valoarea patrimonială plus goodwill.

Valoarea goodwill variază după cum estimarea se face de cumpărător sau de vânzător. Se cunosc două metode de calculare a valorii goodwill: metoda indirectă şi metoda directă.



3.3.3.1. Metoda indirectă

Metoda indirectă de evaluare goodwill se mai numeşte metoda germană sau metoda practicienilor şi presupune că valoarea fondurilor proprii ale întreprinderii (Cp) este egală cu media valorii de randament (VR) ca valoare actuarială şi a activului net contabil (ANC) ca valoare patrimonială :

$$Cp = \frac{VR + ANC}{2}$$

prin urmare, $GW = Cp - ANC \rightarrow GW = \frac{VR + ANC}{2} - ANC$

$$GW = \frac{VR - ANC}{2}$$

Considerând că o întreprindere dispune de următoarele informaţii financiare:

- ANC (activul net contabil).....4000
- BNC (beneficiul net contabil).....1200
- i (rata dobânzii pieţei).....16%

BIBLIOTECA UNIVERSITY LIBRARY

- r (rata de actualizare a beneficiilor care se compune din i plus o cotă de risc (0,16+0,03) 19%
- n (numărul de ani).....8 ani

Valoarea goodwill prin metoda indirectă se va stabili astfel:

- Valoarea de randament (VR) $= \frac{BNC}{r} = \frac{1200}{0,19} = 6316$

- Capitalul propriu (Cp) $= \frac{VR + ANC}{2} = \frac{6316 + 4000}{2} = 5158$

- Valoarea goodwill (Gw): $\rightarrow CP - ANC = 5158 - 4000 = 1158$

$$\frac{VR - ANC}{2} = \frac{6136 - 4000}{2} = 1158$$

3.3.3.2. Metoda experților contabili europeni

Ca metodă directă de evaluare a întreprinderii, metoda experților contabili europeni se bazează pe o evaluare nemijlocită a elementelor componente, adică a activului net contabil (ANC) și a valorii goodwill (Gw), pentru ca în final să fie însumate și să se obțină capitalul propriu

(Cp): $\rightarrow \boxed{Cp = ANC + Gw}$.

Goodwill este determinat prin actualizarea supraprofitului, adică a beneficiului suplimentar ce poate fi obținut de cumpărătorul întreprinderii ca urmare a deținerii activelor cumpărate și a exploatării lor pe baza propriilor concepții organizatorice.

Superprofitul se determină scăzând din beneficiul net contabil remunerația capitalului investit în activul net contabil.

Superprofitul = BNC - i ANC.

Ulterior, superprofitul se actualizează cu o rată (r) care integrează și cota de risc (r = i + cota de risc). Factorul multiplicator "m" este un factor de actualizare cumulat pe "n" perioade:

$$m_n = \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$$

Deci:

$$\boxed{\begin{aligned} Gw &= m_n \times (BNC - i \times ANC) \\ Cp &= ANC + Gw \end{aligned}}$$

Folosind aceleaşi informaţii financiare de la p. 68, valoarea goodwill şi fondurile proprii ale întreprinderii sunt următoarele:

$$m_n \frac{1-(1+0{,}19)^{-8}}{0{,}19} = 3{,}954365$$

$Gw = 3{,}954365\ (1200 - 0{,}16 \times 4000) = \boxed{2214}$

$Cp = 4000 + 2214 = \boxed{6214}$

3.3.3.3. Metoda anglo-saxonă

Metoda anglo-saxonă de evaluare este foarte apropiată de metoda experţilor contabili europeni cu singura deosebire că are în vedere un orizont infinit pentru calcularea goodwill:

$$Cp = ANC + Gw = ANC + \frac{BNC - i\ ANC}{r}$$

$$Cp = 4000 + \frac{1200 + 0{,}16 \times 4000}{0{,}19} = \boxed{6947}$$

$$Gw = Cp - ANC = 6947 - 4000 = 2947$$

După cum se poate constata, rezultatele obţinute în determinarea valorii goodwill şi a capitalului propriu prin metoda indirectă şi metoda directă sunt diferite. Diferite sunt chiar şi rezultatele obţinute prin cele două variante ale metodei directe, ceea ce confirmă teza afirmată la începutul acestui paragraf conform căreia metoda goodwill este subiectivă, având un conţinut foarte eterogen.

BCU IASI - CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 4

Politica de investire

4.1. Investirea, decizie financiară strategică

Orice plasament de capital, pe termen lung sau pe termen scurt, cu scopul obținerii unui profit reprezintă o investire. Indiferent că fondurile se plasează în active imobilizate sau în active circulante, investirea reprezintă o imobilizare de capital importantă ca volum și durabilă în timp, urmărind obținerea unei rentabilități viitoare optime. Prin urmare, decizia de investire conduce la o imobilizare de capital făcută în prezent, în speranța unei rentabilități viitoare și care urmează să se realizeze pe mai multe exerciții financiare.

Decizia de investire este parte integrantă a politicii generale a întreprinderii. Ea marchează nu numai o imobilizare de capital, dar și o anumită activitate utilă plasată într-un anumit segment al pieței, angajarea unei anumite cantități de resurse naturale, umane și bănești, inițierea și întreținerea unor relații cu întreprinderi din ramuri de activitate conexe, a căror cifră de afaceri este influențată pozitiv.

Având în vedere costul, de regulă ridicat al investițiilor, o problemă de prim ordin care se ridică este găsirea și alegerea surselor necesare pentru finanțare, precum și evaluarea rentabilității acestora, comparând costurile de finanțare cu rezultatele financiare previzibile.

Procedura de alegere a investiției presupune însă, pe lângă evaluarea și compararea rentabilității proiectelor avute în vedere, în contextul strategiei generale a întreprinderii, și greutățile în obținerea surselor de finanțare. Dacă selecția proiectelor de investiții se face în funcție de criterii financiare, trebuie să se țină cont, totodată, și de prioritățile dictate de politica întreprinderii în cadrul strategiei de dezvoltare a acesteia. Evident că fiecare proiect se adoptă pe baza unui studiu comercial, tehnic și financiar care să justifice oportunitatea investiției.

Sub aspect financiar investiția provoacă o mare cheltuială inițială, care trebuie să fie urmată în perspectivă de intrări de fonduri, respectiv de fluxuri financiare de recuperare prevăzute a avea loc eșalonat pe întreaga perioadă de viață economică a obiectivului construit (de regulă, durata de viață economică sau durata normală de funcționare).

Dacă cheltuielile inițiale pentru dobândirea activelor imobilizate, denumite și fluxuri negative sau de imobilizare, se cunosc din devizul general, fluxurile financiare viitoare, denumite și fluxuri pozitive sau de intrare și care constau din amortizările și beneficiile anuale de realizat de pe urma exploatării obiectivului, trebuie cuantificate. După stabilirea fluxurilor financiare pozitive și negative urmează compararea lor în vederea stabilirii oportunității executării investiției.

Stabilirea fluxurilor financiare pozitive este o operațiune relativ dificil de realizat pentru două considerente: în primul rând, pentru că totdeauna există o anumită incertitudine a previziunilor și, în al doilea rând, pentru greutatea de a separa contribuția unui anumit activ imobilizat la fluxurile generale pozitive (beneficiul, în mod deosebit) ale întreprinderii. La toate acestea se mai adaugă și greutățile cuantificării incidenței fiscale, respectiv contribuția proiectului la profitul brut care trebuie corectat cu impozitul pe profit.

O politică de investiții se definește în funcție de obiectivele angajate de o societate care dispune, în același timp, de resursele necesare. Dar realizarea efectivă a obiectivelor, formarea resurselor și veniturilor generate de exploatarea obiectivului se eșalonează pe mai multe perioade consecutive, motiv pentru care este necesară determinarea valorii lor la un moment dat, adică acea valoare care este posibil de atribuit activelor și pasivelor imobilizate în procesul investițional.

Abordarea contabilă are în vedere valoarea patrimonială (de piață), respectiv contravaloarea monetară a cumpărării/vânzării unui activ la un moment dat și care poate fi valoarea de achiziție, valoarea de lichidare sau valoarea de înlocuire. Spre deosebire de aceasta, abordarea financiară are în vedere valoarea economică a unei investiții, dată de mărimea fluxurilor de încasări viitoare actualizate pe baza costului de oportunitate, el însuși determinat de riscul economic propriu proiectului de investire și de gradul de rentabilitate al altor oportunități oferite.

Orice decizie de investire sau de păstrare a unui obiectiv construit are loc în condițiile când valoarea economică este mai mare sau cel puțin egală cu valoarea de piață a acestuia, după cum orice decizie de dezinvestire se va lua când valoarea economică < valoarea de piață.

Rentabilitatea unui proiect de investiții se stabilește nu atât în funcție de durata normală de funcționare a obiectivului, cât de durata sa de viață economică, adică de perioada în care obiectivul generează o rentabilitate optimă.

Când durata normală de funcționare este lungă, din considerente de prudență, există practica de a determina fluxurile financiare de intrare (pozitive), pe o perioadă mai scurtă - spre exemplu, pe 10 ani - urmând ca restul să fie considerat ca valoare reziduală care, corectată cu incidența fiscală (taxa pe valoarea adăugată aferentă vânzării către terți a valorii reziduale) va majora fluxul de intrare în ultimul an al duratei de viață economică a obiectivului.

4.1.1. Politica de intervenție a statului în economie

Investițiile joacă un rol central, multiplicator în creșterea economică, influențând atât cererea, cât și oferta pe piață. Practic, lucrurile se desfășoară astfel: întreprinderea beneficiară de investiție se adresează, pentru realizarea proiectului, furnizorilor de utilaje, antreprenorilor etc. Dacă aceștia sunt din țară, decizia de investiție declanșează o serie de mișcări favorabile pentru țara și economia investitorului: crește cifra de afaceri a furnizorilor interni, crește fondul de salarii, beneficiile, impozitele către stat, crește producția în ramurile conexe cum ar fi în industria ușoară, alimentară etc. Rezultă că investirea într-un anumit sector are un rol multiplicator asupra activității economice generale.

Dacă furnizorii sau antreprenorii sunt externi, creșterea cifrei de afaceri și a beneficiilor va influența pozitiv economia țării exportatoare de bunuri și servicii. Balanța comercială a țării investitorului va fi solicitată, iar efectele pozitive în lanț se vor repercuta asupra economiei țării exportatoare.

În consecință, statul este interesat să intervină pentru stimularea investitorilor interni și pentru a le crea condiții favorabile de a rezista în lupta de concurență internațională. Practic, toate statele cu economie de piață dezvoltată se implică, în diverse forme, în economie.

Politica intervenționistă a statelor în economie urmărește anumite obiective și se realizează prin diverse tehnici.

4.1.1.1. Obiective ale intervenției statului în economie

Pentru alegerea punctelor de impact ale intervenției în economie, statul utilizează două criterii: sectorial și al finalității.

Criteriul sectorial are în vedere sectorul spre care se poate îndrepta ajutorul statului: agricultură, industrie alimentară, aeronautică, siderurgie, informatică etc.

Alegerea sectorului se face în funcție de mai mulți factori: sectoare de viitor a căror piață are mari perspective, dar care necesită mari cheltuieli de cercetare, fapt pentru care întreprinderile ezită să se angajeze; existența unor sectoare „grele", cum ar fi siderurgia, care prezintă dificultăți mari de finanțare; sectoare foarte expuse concurenței internaționale care, dacă n-ar fi sprijinite, n-ar putea supraviețui; sau unele sectoare cu finalități sociale, cum este construcția de locuințe, cărora este necesar să li se imprime un ritm susținut pentru a rezolva mai repede unele probleme ale populației etc.

Alegerea sectoarelor de intervenție a statelor în economie se face respectând două condiții: statul ajută investirea și nu exploatarea obiectivelor; intervenția statelor este temporară și nu permanentă.

Criteriul finalității pornește de la ideea că este mai ușor sau mai eficace ca statul să acționeze în sensul de a menține potențialul de producție existent la un moment dat, decât de a asista pasiv la dispariția (falimentul) unor întreprinderi sau sectoare de activitate, pentru ca apoi, din necesități naționale, să sprijine recrearea acelui potențial. Este cazul unor domenii de activitate precum cercetarea fundamentală, lansarea de produse noi, automatica, noi fabricații, tehnologii etc. Mijloacele pe care le poate utiliza statul pentru atingerea unor astfel de obiective sunt primele de export, de producție, exonerări fiscale, credite ieftine etc.

Asemenea ajutoare de la bugetul statului se mai folosesc pentru stimularea unor acțiuni de luptă împotriva poluării și protejarea mediului înconjurător, pentru cazuri de restructurări în producție, servicii etc.

4.1.1.2. Tehnici de intervenție a statului în economie

În practica țărilor cu economie de piață s-au conturat diverse modalități de intervenție a statului în economie: subvenții, subvenții rambursabile, participații, exonerări fiscale, garanții etc.

Subvenția reprezintă un transfer nerambursabil de la bugetul statului către un agent economic, comensurată în funcție de pierderile previzionate și care se acordă într-o singură tranșă sau eșalonat în timp, funcție de producerea efectivă a pierderilor. Are scopul de a menține capacitatea productivă a respectivei întreprinderi care nu poate recupera integral costurile prin prețurile de vânzare practicate.

Subvenția rambursabilă este, de fapt, o formă intermediară între subvenție și credit și care funcționează astfel: dacă activitatea se desfășoară cu succes, subvenția va fi rambursată, dacă proiectul eșuează sau nu dă rezultate satisfăcătoare, subvenția rămâne definitivă, adică nu se mai rambursează. O asemenea tehnică se aplică, cu precădere, pentru sectorul cercetare fundamentală sau aplicată.

Participația statului cu capital la o anumită operațiune economică, alături de întreprinzătorul privat, urmărește completarea fondurilor necesare ducerii la bun sfârșit a unui proiect, ceea ce reprezintă un ajutor dat agentului privat care, altfel, n-ar putea procura fondurile necesare. În același timp însă, participația presupune și un interes financiar din partea statului care ia parte la repartizarea profiturilor.

Exonerări fiscale, reduceri sau amânări ale plăților în contul impozitelor și taxelor datorate de către agenții privați. Înlesnirile fiscale practicate de stat au rolul de a permite agenților economici accesul la credite, acționând ca factori care compensează volumul dobânzilor înalte plătite.

Garanția statului, dată băncilor, pentru ca agenții economici să poată obține credite bancare. Garanțiile au rolul de a acoperi riscul băncilor, total sau parțial. Ele se concretizează, de regulă, în scrisori de agreare și care se dau mai ales pentru unități cu activități inovatoare cum ar fi cele din ramura construcțiilor de mașini.

Prin tehnicile utilizate statul urmăreşte raţionalizarea ajutorării agenţilor economici, precum şi evitarea caracterului generalizat, obligatoriu sau permanent al intervenţiilor sale. Intervenţia statului este contractualizată, exprimă cuantumuri şi termene şi este astfel organizată, încât să excludă arbitrariul şi favoritismele. În general, se stabileşte un sistem de legiferare a condiţiilor în care se pot acorda ajutoare din partea statului, se stabilesc criterii precise de acordare care sunt publicate pentru ca toate întreprinderile să ia cunoştinţă, astfel încât cele care întrunesc condiţiile pot beneficia automat de ajutor din partea statului.

4.2. Alegerea variantei optime a investiţiei

O primă etapă pe linia de investire o constituie **preselecţia proiectelor,** astfel încât ele să răspundă obiectivelor generale ale întreprinderii, să se încadreze în posibilităţile maxime de finanţare, de recrutare a forţei de muncă în vederea exploatării obiectivului.

Proiectele rămase în competiţie după preselecţie urmează a fi studiate sub aspectele comercial, financiar, tehnic etc.

Studiul comercial sau de marketing este, fără îndoială, cel mai important, întrucât însăşi rentabilitatea este funcţie de cifra de afaceri posibil de realizat. În această ordine de idei este cazul să se decidă asupra cantităţii produselor sau serviciilor ce se vor lansa pe piaţă cu noul proiect, cu luarea în consideraţie a posibilităţilor apariţiei unor întreprinderi concurente, a condiţiilor interne sau externe de producţie sau desfacere.

Studiul tehnico-economic rezolvă problemele constructive, soluţiile adoptate, ordinea execuţiei, costul total şi pe elemente componente ale proiectului, costul exploatării după darea în funcţiune.

Studiul fiscal porneşte de la faptul că investirile, cu consecinţele lor asupra creşterii valorilor materiale, sunt obiectul impunerii fiscale, sub aspecte diverse: profit, taxa pe valoarea adăugată etc. Studiul fiscal ţine seama de eventualele măsuri fiscale de încurajare a investirilor, mai ales în perioada de şomaj sau recesiune; se poate proceda la o inventariere a acestor reglementări fiscale de care poate beneficia un investitor: subvenţii, exonerări parţiale, amortizări accelerate etc. Stimulentele fiscale au, de regulă, durate limitate, astfel încât investitorul trebuie să fie atent pentru a beneficia din plin sau să aştepte o perioadă favorabilă.

Studiul de personal comensurează nevoile ca număr şi categorii de personal utilizate în faza de execuţie sau de exploatare, cheltuielile pentru formarea personalului.

În sfârşit, studiul financiar analizează posibilităţile de folosire a diverselor surse de finanţare, posibilităţile de autofinanţare, posibilităţile de a obţine împrumuturi pe termen lung şi mijlociu, posibilităţile de creştere a capitalului propriu, costul capitalului.

Toate aceste studii nu trebuie să dureze prea mult pentru a nu risca luarea deciziei după depășirea momentului optim. Organele financiare din întreprindere centralizează informațiile din studiile efectuate, le compară și le estimează pentru a servi conducerii în vederea adoptării variantei optime de investire.

În urma studierii documentației enunțate și evaluării principalelor caracteristici ale proiectelor (capital investit, venituri din exploatarea proiectului, durata de viață economică, valoarea reziduală etc.), este posibilă utilizarea diverselor **criterii financiare** pentru compararea și ierarhizarea proiectelor studiate, în vederea adoptării deciziei de investire. Pot fi utilizate trei criterii financiare de selectare a proiectelor de investire: criteriul rentabilității, criteriul lichidității și criteriul riscului.

4.2.1. Criteriul rentabilității

În economia de piață nu se pune atât problema tipului de investiție ce urmează a se realiza, cât de a selecta cele mai bune proiecte, utilizându-se cât mai bine fondurile disponibile. Criteriul rentabilității este cel mai important în vederea adoptării proiectelor. Ca regulă generală, rata rentabilității (R) trebuie să fie mai mare decât costul surselor de finanțare proprii sau împrumutate (K):

$$R > K$$

Se cunosc două metode de evaluare a rentabilității investițiilor: metoda contabilă și metoda financiară.

4.2.1.1. Metoda contabilă

Evaluarea rentabilității după metoda contabilă constă în raportarea beneficiului net obținut din exploatarea proiectului la valoarea netă a investiției.

$$R = \frac{\text{Beneficiul net}}{\text{Investiția netă}}$$

- Beneficiul net = Beneficiul rămas din exploatarea proiectului după deducerea sarcinilor fiscale.
- Investiția netă = valoarea inițială a proiectului minus fondul de amortizare constituit.

Metoda contabilă prezintă unele inconveniente care alterează puterea de expresivitate a indicatorului obținut: în primul rând, există dificultăți reale de

separare a beneficiului proiectului în cauză, din beneficiul total al societății comerciale; în al doilea rând, valoarea netă a investiției de la numitorul fracției, scăzând anual prin deducerea fondului de amortizare, face să se obțină rentabilități anuale tot mai ridicate către sfârșitul perioadei de viață economică a obiectivului, ceea ce nu corespunde realității.

Presupunem un proiect de investire care se caracterizează prin: valoarea = 10000; durata normală de funcționare = 5 ani; amortizare liniară; beneficiul anual pe care-l generează: N + 1 = 3000; N + 2 = 2750; N + 3 = 2500,

N + 4 = 2225; N + 5 = 1500.

Rentabilitatea contabilă ce se obține se prezintă astfel:

N + 1	N + 2	N + 3	N + 4	N + 5
$\frac{3000}{10000} = 30\%$	$\frac{2750}{8000} = 34{,}39\%$	$\frac{2500}{6000} = 41{,}66\%$	$\frac{2225}{4000} = 55{,}62\%$	$\frac{1500}{2000} = 75\%$

Întreprinderile care utilizează indicatorul "rentabilitate contabilă" nu pot lua decizii corecte de creștere economică; deși aparent ele sunt rentabile, chiar tot mai rentabile de la un an la altul, în realitate ele nu dispun de surse îndestulătoare nici pentru realizarea unei creșteri prin autofinanțare, nici pentru o garanție acceptabilă pentru bănci în vederea creditării.

Spre exemplu, o societate comercială pe acțiuni, având un activ în valoare de 5000, cu rentabilitate de 15%, își pune în mod firesc problema extinderii, întrucât rentabilitatea este optimă. În acest sens selectează un proiect de investire în sumă de 2000, cu o rentabilitate de 18%, în condițiile când rentabilitatea cerută de acționari (cost pentru întreprinderi) este de 20%.

După implementarea proiectului situația este următoarea:

- rezultatul investiției inițiale: 5000 x 15% ..... 750 \
  1110
- rezultatul investiției ulterioare: 2000 x 18% .....360 /
- valoarea de piață a societății comerciale:

$\Rightarrow$ înainte de dezvoltare $\frac{750}{20\%} = 3750$

$\Rightarrow$ după dezvoltare $\frac{1110}{20\%} = 5550$

- rentabilitatea contabilă după extindere: $\frac{1110}{7000} = 15{,}85\%$

Observații: Valoarea de piață a societății comerciale a crescut cu 1800 (5550- 3750), dar într-o proporție mai mică decât capitalul suplimentar (2000). Rentabilitatea contabilă a noului proiect este superioară proiectului vechi (18% > 15%), totuși ea se situează sub exigențele aducătorilor de capital. Cu toate că rentabilitatea contabilă generală crește de la 15% la 15,85%, noul proiect de investire nu este acceptabil.

4.2.1.2. Metoda financiară

Abordarea financiară a rentabilității conduce la ideea că o investiție este rentabilă dacă fluxurile de încasări generate de obiectivul de investire sunt superioare cheltuielilor efectuate cu introducerea lui în exploatare, adică dacă se creează un excedent de lichidități. Trebuie reținut însă că excedentul de lichidități se obține progresiv, pe durata de viață economică a obiectivului, dar în final el este egal cu beneficiul generat de exploatarea obiectivului. Avantajul esențial al abordării rentabilității pe baza fluxurilor periodice constă în faptul că ține seama de momentul în care apar excedentele de trezorerie generate de proiectele de investire. Or, în virtutea principiului esențial al finanțelor, conform căruia 100 lei astăzi valorează mai mult decât 100 lei la sfârșitul anului - întrucât suma poate fi reinvestită, iar până la sfârșitul anului se poate obține un câștig - se impune compararea fluxurilor în funcție de momentul în care se produc.

Metoda financiară sau metoda fluxurilor de calculare a rentabilității unei investiții se bazează pe compararea fluxurilor financiare negative și pozitive generate de proiectul de investiție, adică pe cheltuielile inițiale pentru realizarea investiției - pe de o parte - și pe amortizările și beneficiile anuale actualizate provenite de la obiectivul de investiții pus în funcțiune - pe de altă parte.

După estimarea fluxurilor de intrare și ieșire, se procedează la calculul actuarial, singura abordare care permite compararea directă a fluxurilor, obținându-se **rata rentabilității investiției sau rata capitalului investit.**

Dacă notăm cu V_0 costul inițial al investiției, cu F_1, F_2 ... F_n fluxurile anuale de intrare formate din amortizări plus beneficii și cu R – rata rentabilității, atunci pentru primul an de exploatare rentabilitatea se obține prin raportul;

$$R = \frac{F_1 - V_0}{V_0}$$

ceea ce este identic cu egalitatea: $V_0 (1+R) = F_1$

Generalizând pentru o perioadă de mai mulți ani, formula de calcul devine:

$$V_0 (1+R)^n = F_1 (1+R)^{n-1} + F_2 (1+R)^{n-2} + ... F_n ,$$

iar simplificând ambii termeni ai ecuației prin $(1+R)^n$ obținem:

$$V_0 = \frac{F_1}{(1+R)^1} + \frac{F_2}{(1+R)^2} + \ldots \frac{F_n}{(1+R)^n} \rightarrow V_o = \sum_{t=1}^{n} \frac{F_t}{(1+R)^t}$$

Este vorba de un calcul algoritmic simplu care permite determinarea ratei rentabilității capitalului investit, echivalând cu rentabilitatea ce s-ar fi obținut dacă același capital ar fi fost plasat la o bancă, cu o dobândă compusă, pe o perioadă de timp egală cu durata de viață a obiectivului ce se realizează prin investiții. În literatura de specialitate această rată a rentabilității investițiilor se mai numește rata rentabilității interne sau rata rentabilității actuariale.

Din formula prezentată mai sus rezultă că rata rentabilității actuariale este, practic, rata care permite egalitatea dintre fluxurile financiare negative actuale (costul investiției) și fluxurile financiare pozitive viitoare actualizate (în principal beneficii și fond de amortizare).

Spre exemplu: O societate comercială are de ales între două proiecte de investire, folosind criteriul RRI.

Proiectul A	Proiectul B
C = 150 000	C = 250 000
$B_1, B_2 \ldots B_n = 40\,000$	$B_1, B_2 \ldots B_n = 60\,000$
n = 5 ani	n = 7 ani
V = 0	V = 0

Fluxurile financiare anuale pozitive viitoare, la ambele proiecte, fiind egale pe parcursul duratei de exploatare, se practică formula:

$$V_0 = F \frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$$

$$150000 = 40000 \times \frac{1-(1+i)^{-5}}{i}$$

$$\frac{1-(1+i)^{-5}}{i} = \frac{150000}{40000} = 3{,}75$$

$$i = 0{,}1; \int(i) = 3{,}791 > 3{,}75 \rightarrow i > 0{,}1$$

$$i = 0{,}105; \int(i) = 3{,}743 < 3{,}75 \rightarrow i < 0{,}105$$

$$RRI = 0{,}1 + 0{,}005 \frac{3{,}791 - 3{,}75}{3{,}791 - 3{,}743}$$

$$RRI = 0{,}1 + 0{,}0042 = 0{,}1042$$

$$RRI = 10{,}42\%$$

$$250000 = 60000 \times \frac{1-(1+i)^{-7}}{i}$$

$$\frac{1-(1+i)^{-7}}{i} = \frac{250000}{60000} = 4{,}167$$

$$i = 0{,}13; \int(i) = 4{,}423 > 4{,}167 \rightarrow i > 0{,}13$$

$$i = 0{,}16; \int(i) = 4{,}039 < 4{,}167 \rightarrow i < 0{,}16$$

$$RRI = 0{,}13 + 0{,}03 \frac{4{,}423 - 4{,}167}{4{,}423 - 4{,}039}$$

$$RRI = 0{,}13 + 0{,}02 = 0{,}15$$

$$RRI = 15\%$$

Rezultă că va fi selectat proiectul B, întrucât are o rată a rentabilității interne superioară proiectului A:

$$RRI_B > RRI_A \rightarrow 15\% > 10{,}42\%$$

Rata rentabilității interne permite clasificarea proiectelor după gradul de rentabilitate, dar nu dă nici un indiciu dacă proiectele sunt acceptabile sau nu. Totodată, estimarea fluxurilor pozitive de la numărătorul formulei utilizate este complexă și uneori relativă. Cu cât proiectele au o viață economică mai lungă, estimarea fluxurilor de venituri viitoare este mai incertă.

Un alt indicator de evaluare a rentabilității proiectelor de investiții este **valoarea actuarială netă sau beneficiul actuarial.**

Beneficiul actuarial reprezintă diferența dintre valorile actuariale ale fluxurilor de cheltuieli (negative) și venituri viitoare (fluxuri pozitive), adică diferența actuarială a excedentelor nete de exploatare așteptate de la proiectul de investiție față de capitalul investit.

Notând cu:

- VAN = beneficiul actuarial sau valoarea actuarială netă;
- C = costul inițial al proiectului de investire;
- $B_1, B_2, ... B_n$ = beneficii anuale prevăzute a se realiza în viitor;
- V = valoarea reziduală;
- D = rata actuarială a dobânzii; i=D/100

$$VAN = -C + \left(\frac{B_1}{(1+D/100)^1} \right) + \frac{B_2}{(1+D/100)^2} + \ldots \frac{B_n}{(1+D/100)^n} + \frac{V}{(1+D/100)^n}$$

Considerând că $B_1, B_2, ... B_n$ sunt egali și constanți, formula se simplifică:

$$VAN = -C + B\left(\frac{1}{(1+i)^1} + \frac{1}{(1+i)^2} + \ldots \frac{1}{(1+i)^n} \right) + \frac{V}{(1+i)^n}$$

$$VAN = -C + B\frac{1-(1+i)^{-n}}{i} + \frac{V}{(1+i)^n}$$

Factorul actuarial $(1+i)^{-n}$ cu care se ponderează fiecare B (venit anual) este dat în tabelele financiare. Acest coeficient este totdeauna mai mic decât 1 și descrește

treptat pe măsură ce creşte timpul de exploatare (durata de viaţă economică) a proiectului care aduce venituri.

Beneficiul actuarial poate fi pozitiv, negativ sau nul. Când beneficiul actuarial este pozitiv înseamnă că rentabilitatea proiectului este mai mare decât rata actuarială a dobânzii utilizate, adică decât costul capitalului. În acest caz, proiectul este acceptabil. Când beneficiul actuarial este negativ înseamnă că rata rentabilităţii proiectului finanţat este mai mică decât costul capitalului. Acum proiectul nu este acceptabil. Când beneficiul actuarial este egal cu zero, înseamnă că suma veniturilor actuariale permite recuperarea capitalului investit şi remuneraţia acestuia la nivelul dobânzii compuse ce s-ar fi obţinut dacă capitalul ar fi fost plasat la o bancă, spre fructificare, pentru o perioadă de timp egală cu durata de viaţă economică a obiectivului. Aceasta constituie limita minimă de acceptare a proiectului.

Exemplu. O societate comercială are de ales între două proiecte de investiţii folosind criteriul VAN:

Proiectul A	Proiectul B
C = 10 000	C = 120 000
$B_1, B_2 \dots B_n$ = 1 500	$B_1, B_2 \dots B_n$ = 23 500
D = 10%	n = 8 ani
n = 14 ani	D = 12%
V = 0	V = 6 000

Fluxurile financiare pozitive viitoare, la ambele proiecte, fiind egale şi constante pe parcursul duratei de exploatare, se aplică formula:

$$VAN = -C + B\frac{1-(1+i)^{-n}}{i} + \frac{V}{(1+i)^n}$$

$$VAN = -10000 + 1500 \times \frac{1-(1+0{,}1)^{-14}}{0{,}1}$$

$$VAN = -10000 + 1500\frac{1-0{,}263331}{0{,}1}$$

$$VAN = -10000 + 11050$$

$$VAN = \boxed{1050}$$

$$VAN = -120000 + \left(23500 \times \frac{1-1{,}12^{-8}}{0{,}12}\right) + \frac{6000}{1{,}12^8}$$

$$VAN = -120000 + \left(23500\frac{1-0{,}403883}{0{,}12} + \frac{6000}{2{,}475963}\right)$$

$$VAN = -120000 + 116739{,}58 + 2423{,}29$$

$$VAN = \boxed{-837{,}13}$$

Rezultă că va fi selectat proiectul A, întrucât VAN este pozitivă, adică aduce întreprinderii mai mult decât dacă acelaşi capital ar fi fost plasat la o bancă, cu dobândă compusă, pe o perioadă de timp egală cu durata de viaţă economică a proiectului.

Valoarea actuarială netă se mai poate calcula și după **metoda beneficiilor contabile,** rezultatul fiind identic cu cel care se obține aplicând metoda fluxurilor.

Exemplu. Un proiect de investire prezintă următoarele caracteristici:

C = 120 000

$B_1, B_2 \ldots B_n$ = 23 500

n = 8 ani (amortizare liniară)

D = 9,50%

V = 6 000

a) **Calcularea VAN după metoda fluxurilor:**

$$VAN = -120000 + \left(23500 \times \frac{1 - 1{,}095^{-8}}{0{,}095}\right) + \frac{6000}{1{,}095^{8}}$$

$$VAN = -120000 + 23500 \times \frac{1 - 1{,}483823}{0{,}095} + \frac{6000}{2{,}066869}$$

$$VAN = -120000 + 427685{,}74 + 2902{,}94$$

$$VAN = \boxed{10588{,}68}$$

b) **Calcularea VAN după metoda beneficiilor contabile:**

Tabelul nr. 3

n	*Marja brută* ($B_1, B_2 \ldots B_n$)	*Fond de amortizare*	*Capital neamortizat*	*Sume dobânzi*	*Beneficii contabile*
1	23500	15000	120000	11400	-2900
2	23500	15000	105000	9975	-1475
3	23500	15000	90000	8550	- 50
4	23500	15000	75000	7125	1375
5	23500	15000	60000	5700	2800
6	23500	15000	45000	4275	4225
7	23500	15000	30000	2850	5650
8	23500	15000	15000	1425	7075

$$VAN = \frac{-2900}{1{,}095} + \frac{-1475}{1{,}095^{2}} + \frac{-50}{1{,}095^{3}} + \frac{1375}{1{,}095^{4}} + \frac{2800}{1{,}095^{5}} + \frac{4225}{1{,}095^{6}} + \frac{5650}{1{,}095^{7}} + \frac{7075}{1{,}095^{8}} + \frac{6000}{1{,}095^{9}}$$

$$VAN - 2648{,}4 - 1230{,}16 - 38{,}08 + 956{,}41 + 1778{,}63 + 2450{,}99 + 2993{,}29 + 3423{,}05 + 2902{,}94$$

$$VAN = \boxed{10588{,}68}$$

Indicatorul de rentabilitate a investițiilor VAN nu dă nici o informație în legătură cu ordinea acceptării diverselor proiecte studiate pentru finanțare, ci răspunde doar dacă proiectul este admisibil sau nu, adică dacă rentabilitatea proiectului este mai mare, mai mică sau egală cu costul finanțării.

BCU CENTRE UNIVERSITY LIBRARY

4.2.1.3. Indicele de profitabilitate

Dacă în loc de a face diferența dintre fluxurile financiare negative și cele pozitive actualizate, pentru a obține VAN, procedăm la raportarea celor două categorii de fluxuri obținem indicele de profitabilitate sau de îmbogățire.

$$\text{Indicele de profitabilitate} = \frac{\sum_{t=1}^{n} \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{V}{(1+i)^n}}{\text{Fluxurile financiare negative (costul investiției)}}$$

Folosind acest indice, investiția poate fi acceptată când valoarea raportului sus-menționat este mai mare decât 1, ceea ce arată un randament favorabil pe unitatea monetară.

Indicele de profitabilitate nu înseamnă, pur și simplu, reprezentarea, sub formă relativă, a valorii actuariale nete.

Există situații, în funcție de natura și valoarea investiției, când decizia de acceptare a proiectului se ia, în principal, după indicele de profitabilitate, neglijând informațiile oferite de VAN, după cum există și cazuri când VAN prevalează asupra indicelui de profitabilitate.

Pentru exemplificare, vom prezenta două proiecte de investire pentru care indicatorii de rentabilitate pot ocaziona decizii diferite.

	Proiectul A	*Proiectul B*
– Costul investiției (C)	500000	400000
– VAN	87000	80000
– Indicele de profitabilitate (IP)	1,17	1,2

Pe baza VAN se poate selecta proiectul A, întrucât are un cash-flow superior, în timp ce, luând în considerare indicele de profitabilitate, se poate alege proiectul B, pentru că semnifică un randament net mai ridicat pe unitatea monetară.

Soluția ce se poate adopta este următoarea: se va decide în funcție de VAN, când cele două proiecte sunt mutual exclusive, adică atunci când acceptarea unui proiect exclude pe celălalt. Dacă proiectele sunt compatibile, adică acceptarea unuia condiționează acceptarea celui de al doilea și dacă nu există alte constrângeri bugetare, cei 2 indicatori dau același rezultat sub aspectul acceptării sau respingerii proiectelor.

Ca regulă generală, acceptarea unui proiect de investire de o valoare mare se va face în funcție de VAN, chiar dacă prezintă un indice de profitabilitate mai mic, întrucât oferă un beneficiu actuarial superior. Este cazul proiectului A din exemplul de mai sus, care procură un beneficiu actualizat cu 7000 mai mare decât proiectul B, chiar dacă indicele de profitabilitate este cu 0,03% mai mic.

4.2.2. Criteriul lichidității

În eventualitatea analizării mai multor proiecte concurente care au același grad de rentabilitate, pentru alegerea investiției optime se aplică și alte criterii, cum ar fi cel al lichidității sau al riscului.

Prin „lichiditate financiară" se înțelege capacitatea întreprinderii de a transforma în bani activele de care dispune. Criteriul lichidității de selectare a investițiilor urmărește ca investiția să se recupereze cât mai repede posibil, adică investitorul să intre în posesia capitalului avansat și a rentabilității scontate într-un termen cât mai scurt, pentru a-l putea folosi pentru inițierea altor operațiuni economice. De regulă, lichiditatea se stabilește în număr de ani de recuperare a capitalului avansat, raportând valoarea inițială a investiției la suma fluxurilor financiare anuale pozitive sau de intrare generate de exploatarea proiectului. Altfel spus, este vorba de perioada de timp scursă, la capătul căreia suma cumulată a fluxurilor financiare pozitive generate de proiectul de investiție devine egală cu investiția inițială.

Dacă fluxurile financiare pozitive anuale generate de exploatarea obiectivului finanțat ar fi egale:

$$\text{Nr. de ani de recuperare} = \frac{\text{Valoarea proiectului}}{\text{Fluxul anual pozitiv}}$$

Dacă fluxurile financiare pozitive anuale sunt inegale, se procedează la însumarea, an cu an, a fluxurilor până se ajunge la valoarea inițială sau se apropie foarte mult de ea, fără a o depăși și rezultă numărul de ani întregi de recuperare. Pentru fracțiunile de ani (dacă este cazul) se aplică metoda interpolării liniare, obținându-se numărul de luni, zile sau trimestre.

Exemplu. Două proiecte de investire, având valori diferite, generează fluxuri financiare într-un ritm și un cuantum diferite, rezultând termene de recuperare diferite, după cum urmează:

	Valoarea	*Fluxuri (+) anuale*						*Total*
	inițială	*N+1*	*N+2*	*N+3*	*N+4*	*N+5*	*N+6*	*fluxuri*
Proiectul A	4 000	1600	2000	1600	400	-	-	5600
Proiectul B	2 000	200	400	600	800	1200	800	4000

Termen de recuperare:

$$\Rightarrow \text{Proiectul A} \rightarrow 2 \text{ ani} + \frac{4000 - 3600}{5200 - 3600} = 2 \text{ ani și } 90 \text{ zile}$$

Proiectul A este preferabil.

$\Rightarrow$ Proiectul B $\rightarrow$ 4 ani - Nu este preferabil.

Criteriul lichidității nu ține seama de veniturile pe care le poate aduce proiectul după recuperarea integrală a valorii. Astfel de venituri, uneori, sunt substanțiale și nu pot fi neglijate. În exemplul de mai sus proiectul A aduce un venit suplimentar de 1600 (5600 - 4000), adică o rată a rentabilității suplimentare de 40% ($\frac{1600}{4000}$), în timp ce proiectul B aduce în plus, după recuperarea valorii, un venit de 2000, adică o rentabilitate suplimentară de 100% ($\frac{2000}{2000}$).

În aceste condiții, factorii de decizie din întreprinderi sunt în situația de a aprecia oportunitatea unui proiect sau altuia: **dacă se acordă prioritate timpului,** se va implementa proiectul A, a cărui valoare se recuperează mult mai repede, deși rentabilitatea și rata rentabilității suplimentare sunt mai scăzute. În favoarea acestei opțiuni vine și valoarea mai ridicată a investiției și deci a totalului fluxurilor pozitive de trezorerie; **dacă se acordă prioritate rentabilității suplimentare** se poate adopta proiectul B, deși recuperarea valorii întârzie cu 1 an și 270 zile. Această opțiune se va produce mai ales în cazul investirilor care nu sunt expuse prea mult uzurii morale sau în activitățile în care gradul de concurență este mai scăzut.

4.2.3. Criteriul riscului

Orice investire comportă un risc pentru investitor. Cu cât riscul este mai ridicat, cu atât crește pretenția asupra remunerației (rentabilității) capitalului investit. În principiu, riscul de investire poate fi economic și financiar.

Riscul economic este riscul de nerealizare la scadențele prevăzute a fluxurilor pozitive așteptate: investiția nu generează încasările scontate, debitorii nu rambursează către creanțieri sau rambursează mai târziu și în cuantum mai redus. Ca metodă de protecție împotriva acestui risc s-ar putea lua în considerație aplicarea unei cote de risc care să majoreze rentabilitatea așteptată: (R+r) > costul capitalului investit sau deprecierea (micșorarea) subiectivă, voluntară a volumului fluxurilor pozitive așteptate pentru ca, ulterior, prin actualizare, să se constate dacă produc o valoare actuarială pozitivă.

Riscul financiar este indisolubil legat de lichiditatea investiției, adică de capacitatea de a transforma activele în bani, într-un termen cât mai scurt și fără pierderi din valoarea capitalului investit.

Riscul financiar se poate prezenta **în costuri de oportunitate**, în măsura în care orice investitor se poate afla în fața unei eventualități în care valoarea investiției sale să scadă ca urmare a ivirii altor oportunități, sau **în valoarea de piață,** când gradul de risc este cu atât mai ridicat cu cât piața secundară este mai slabă.

Riscul financiar este strâns legat de durata de viață a proiectului de investiții în sensul că aducătorul de fonduri își imobilizează capitalul pentru o perioadă de timp determinată. În cazul creditorilor, dacă rata dobânzii nu este indexată, riscul financiar este cu atât mai mare cu cât scadențele sunt mai îndepărtate deoarece, în acest interval, ei pot pierde anumite oportunități, adică posibilități de plasamente mai bune.

Cu cât durata investiției este mai lungă, cu atât mai sensibile la risc sunt fluxurile pozitive viitoare, ca urmare a evoluției neprevăzute a costului capitalului, adică a ratei de actualizare.

Pentru exemplificare vom lua 3 obiective de investire, de valoare egală, care generează în timp fluxuri pozitive diferite, după cum urmează:

	N+1	*N+2*	*N+3*	*N+4*	*N+5*	*Total*
Proiectul A = 5000	1500	2000	2500	-	-	6000
Proiectul B = 5000	1400	1500	1600	1700	-	6200
Proiectul C = 5000	1200	1400	1300	1300	1200	6400

Actualizând fluxurile pozitive cu rate actuariale (costuri actuariale) care pot evolua diferit, obținem valori actuariale nete conform tabelului următor:

	5%	*8%*	*11%*	*14%*
Proiectul A	402,22	88,14	-105,18	-457.84
Proiectul B	474,61	101,98	-124,37	-531,84
Proiectul C	545,43	115,60	-142,33	-599,70

Deși valoarea absolută a fluxurilor pozitive crește pe măsura duratei investiției (de la 6000, până la 6400), valoarea actuală a acestora scade, până la valori negative, în condițiile variației ratei de actualizare, ceea ce implică, desigur, un risc financiar pentru investitor. Independent de riscul economic, riscul financiar este cu atât mai ridicat cu cât crește durata de viață a investiției.

Pe lângă criteriile prezentate, pentru alegerea investiției pot fi luați în considerare și alți indicatori ca investiția specifică și valoarea totală a investiției.

Indicatorul „investiția specifică" se exprimă ca un raport între valoarea totală a investiției și capacitatea de producție, desfacere sau de depozitare (după caz). În eventualitatea construcției unui magazin comercial, indicatorul „investiția

specifică" se poate prezenta în câteva variante: valoarea investiției la un metru pătrat suprafață comercială utilă sau desfășurată; valoarea desfacerilor la un leu investiție, valoarea investiției la 1000 lei desfaceri etc.

Indicatorul "valoarea totală a investiției", inclusiv investițiile conexe cum sunt construirea sau amenajarea căilor de acces, racordări la rețeaua de alimentare cu apă, energie etc. este înscris în studiul tehnico-economic și se mai numește deviz general. Indicatorul în cauză este hotărâtor pentru adoptarea unei variante sau alteia a investiției, întrucât angajează capitalul beneficiarului de investiții, respectiv posibilitățile financiare ale acestuia. În limita sumelor de care dispune, beneficiarul va alege soluția de realizare cea mai eficientă.

Incidența fiscală poate constitui un alt criteriu de alegere a variantei optime a investiției. Greutatea impozitului pe profit datorat statului sau taxei pe valoarea adăugată poate constitui pentru investitor un element de referință în opțiunea sa pentru o variantă sau alta a investiției.

4.3. Surse de finanțare a investițiilor

Asigurarea la timp a resurselor pentru acoperirea financiară a investițiilor este o necesitate de prim ordin și un obiectiv al finanțelor întreprinderii. Investițiile presupun o imobilizare însemnată de capital, ceea ce ridică cu acuitate necesitatea procurării sau asigurării acestora astfel încât să se evite apariția unor investiții începute și neterminate din lipsă de resurse. Investitorii nu trebuie să dispună neapărat, încă de la început, de întreaga sumă ce urmează să acopere cheltuielile de investiții. Dimpotrivă, este oportun ca resursele financiare să se formeze paralel și corelat cu procesul efectuării cheltuielilor. Aceasta ar reprezenta o folosire eficientă a resurselor, cu condiția certitudinii formării lor la timp. Orice întârziere a formării resurselor în raport cu apariția obligațiilor de plată poate conduce la întreruperea realizării investițiilor, la prelungirea termenului de dare în folosință, la pierderi efective concretizate în imobilizări de capital în investiții începute și neterminate.

Asigurarea din timp a resurselor pentru investiții are în vedere capitalul propriu existent sau posibilitățile certe de lărgire a acestuia, cât și eventualele împrumuturi contractate cu băncile sau alte instituții financiare.

4.3.1. Surse de finanțare a investițiilor pentru societăți comerciale și regii autonome

Pentru finanțarea investițiilor la nivelul societăților comerciale cu capital de stat și a regiilor autonome participă următoarele surse:

a) **Fondul de amortizare.** Prin destinația sa fondul de amortizare este menit înlocuirii activelor imobilizate, formând principala resursă proprie de finanțare a obiectivelor de investiții. Mărimea acestei surse se stabilește anual, prin planul de amortizare utilizându-se exclusiv pentru constituirea fondurilor destinate finanțării investițiilor.

b) **Beneficiul.** Pentru societățile comerciale beneficiul reprezintă o resursă importantă de finanțare a investițiilor, atât în cazul înlocuirii, dar mai ales pentru dezvoltarea și lărgirea activelor imobilizate existente și pentru obiective noi. Rolul beneficiului în finanțarea investițiilor decurge din ponderea lui ridicată în ansamblul resurselor de finanțare, dar și din faptul că folosirea beneficiului în acest scop acționează ca o pârghie pe linia cointeresării întreprinderilor și stimulării răspunderii lor.

Cuantumul beneficiului ce poate fi prelevat anual pentru finanțarea investițiilor se stabilește de consiliile de administrație în funcție de valoarea totală a investiției, de volumul celorlalte surse existente, de mărimea beneficiului anual de realizat și de alte sarcini ce urmează a fi acoperite, în mod necesar, din beneficiu.

c) **Alte surse.** În această categorie intră sumele obținute din lichidarea activelor imobilizate, din vânzări de active, precum și din valorificarea unor materiale ce rezultă din pregătirea terenului pentru construcții, din săparea fundațiilor, din lichidarea construcțiilor provizorii de pe șantier etc.

Activele imobilizate scoase din funcțiune ca urmare a uzării fizice și morale mai conțin, de cele mai multe ori, o valoare reziduală, care n-a putut fi recuperată prin amortizare. De aici decurge necesitatea recuperării acestei valori reziduale, ceea ce se realizează în procesul lichidării. Mijloacele bănești obținute prin valorificarea materialelor și a pieselor de schimb refolosibile obținute din lichidări constituie o resursă pentru finanțarea investițiilor. Dacă în procesul lichidării activelor imobilizate întreprinderea efectuează anumite cheltuieli pentru demolare, demontare, sortare, transport, vânzare etc., acestea se suportă din sumele obținute din lichidări și ceea ce rămâne constituie resurse pentru finanțarea investițiilor.

d) **Mobilizarea resurselor interne.** Spre deosebire de resursele amintite mai sus și care se depun în cont la bancă, mobilizarea resurselor interne pentru investiții, deși reprezintă o resursă pentru finanțarea investițiilor, nu se poate concretiza într-un cont la bancă. Specificul acestor resurse este de a se consuma pe măsura apariției lor, influențând direct asupra necesarului de finanțat.

Mobilizarea resurselor interne nu este sinonimă cu economii de resurse, după cum imobilizarea nu înseamnă risipă, sau acțiuni negospodărești. Mobilizarea și imobilizarea apar numai cu caracter temporar, pe parcursul executării investiției, pe trimestre sau pe ani, urmând ca până la încheierea lucrărilor ele să se compenseze.

Mobilizarea și imobilizarea resurselor interne pentru investiții apar ca diferență între valoarea investițiilor realizate la un moment dat și fondurile consumate până la aceeași dată; dacă valoarea investițiilor este mai mică decât suma cheltuielilor efectuate, diferența se consemnează ca **imobilizări** și ele se pot concretiza în stocuri de materiale, utilaje etc., aprovizionate, dar care n-au fost încă integrate în lucrări de investiții sau în achitarea unor creditori, furnizori proveniți din perioadele anterioare; dacă valoarea investițiilor este mai mare decât cheltuielile efectuate, diferența reprezintă **mobilizări** și se datorează consumării stocurilor imobilizate în perioadele precedente sau unor antreprenori și furnizori neplătiți, dar în termen legal de efectuare a plății.

După cum se poate constata, mobilizări şi imobilizări pot apărea atât la conturi de activ, cât şi la conturi de pasiv. Orice creştere de sold a unui cont de activ care evidenţiază investiţii reprezintă o creştere de stoc care a ocazionat un consum bănesc, fără a se fi materializat efectiv în lucrări de investiţii; prin urmare, acele stocuri apar ca fiind imobilizări. Dimpotrivă, orice scădere de sold de la o perioadă la alta va însemna atragerea în circuitul economic a stocurilor imobilizate şi va reprezenta, deci, mobilizări.

La conturile de pasiv situaţia este inversă: orice creştere de sold reprezintă o mobilizare, adică se materializează în lucrări de investiţii pe seama resurselor terţelor persoane (juridice sau fizice) şi, dimpotrivă, orice scădere de sold reprezintă o imobilizare, respectiv se achită datoria către furnizori, antreprenori etc.

Mobilizări = - A + P
Imobilizări = + A - P

în care:

- A + A = descreşterea sau creşterea de sold a conturilor de activ;
- + P - P = creşterea sau descreşterea de sold a conturilor de pasiv de la o perioadă la alta.

Practic, calculul mobilizărilor sau imobilizărilor de resurse interne pentru investiţii se realizează pornind de la evoluţia preliminată a soldurilor finale ale stocurilor de utilaje, materiale, alte active şi pasive estimate la lucrări de investiţii.

Un model de calculare a mobilizărilor şi imobilizărilor de resurse pentru investiţii se poate prezenta în felul următor:

Tabelul nr. 4

Evoluţia preliminată a soldurilor finale ale elementelor de activ şi pasiv

Denumirea conturilor	*Sold la sfârşitul anului*		*Trimestre an curent*			
	Bază	*Curent*	*I*	*II*	*III*	*IV*
A. Elemente de activ						
1. Utilaje în stoc pentru investiţii	700	130	450	420	300	130
2. Utilaje în curs de montaj	60	140	140	100	80	140
3. Piese de schimb	-	50	30	30	-	50
4. Obiecte de inventar pentru prima dotare	-	-	60	60	60	-
5. Alte active	200	-	200	-	200	-
B. Elemente de pasiv						
6. Furnizori pentru lucrări de investiţii	-	100	150	100	180	100
7. Antreprenori	500	-	-	200	400	-
8. Creditori pentru investiţii	120	140	150	180	200	140
9. Economii la lucrările în regie	-	400	80	150	230	400

Tabelul nr. 5

Calculul mobilizărilor și imobilizărilor

Denumirea conturilor	*Mobilizări (-) sau Imobilizări (+)*	*I*	*II*	*III*	*IV*
A. Elemente de activ	**-640**	**-80**	**-270**	**+30**	**-320**
1. Utilaje în stoc pentru investiții	-570	-250	-30	-120	-170
2. Utilaje în curs de montaj	+80	+80	-40	-20	+50
3. Piese de schimb	+50	+30	-	-30	+50
4. Obiecte de inventar	-	+60	-	-	-60
5. Alte active	-200	-	-200	+200	-200
B. Elemente de pasiv	**-20**	**+240**	**-250**	**-380**	**+370**
6. Furnizori pentru lucrările de investiții	-100	-150	+50	-80	+80
7. Antreprenori	+500	+500	-200	-200	+400
8. Creditori pentru investiții	-20	-30	-30	-20	+60
9. Economii la lucrările în regie	-400	-80	-70	-80	-170
TOTAL:	-660	+160	-520	-350	+50

e) **Credite bancare.** În completarea surselor proprii pentru investiții unitățile pot apela la credite bancare: pe termen scurt, până la un an, pentru acoperirea decalajului trimestrial între cheltuielile prevăzute pentru investiții și sursele existente în acel trimestru; pe termen mijlociu sau lung, pentru completare, atunci când resursele proprii anuale nu acoperă valoarea investițiilor prevăzute în anul respectiv.

4.3.2. Echilibrarea tabloului de finanțare-creditare a investițiilor

Pornind de la valoarea investițiilor determinată prin devizul general, de la eșalonarea pe trimestre a cheltuielilor de investiții pentru anul curent și de la resursele proprii și împrumutate ce pot fi utilizate pentru acoperirea cheltuielilor de investiții, se poate întocmi o situație centralizată a investițiilor pe întreprindere, după modelul următor.

Tabelul nr. 6

Indicatori	*An*	*Trim. I*	*Trim. II*	*Trim. III*	*Trim. IV*
1. Valoarea investițiilor conform devizului	700000	120000	430000	70000	80000
2. Mobilizarea resurselor interne	870	-	520	350	-
3. Imobilizarea resurselor interne	210	160	-	-	50
4. Necesarul de finanțat	699340	120160	429480	69650	80050
5. Rambursarea creditelor pe termen mijlociu sau lung (rate scadente)	450000	-	300000	100000	50000

6. Dobânzi la creditele pe termen mijlociu sau lung	1600	-	800	600	200
7. Total cheltuieli pe investiție	1150940	120160	730280	170250	130250
8. Total resurse proprii de finanțare	630320	150110	160300	150480	169430
⇒ sume din lichidarea mijloacelor fixe	1320	110	300	480	430
⇒ fondul de amortizare pentru investiții	100000	25000	25000	25000	25000
⇒ profit prelevat pentru finanțarea investițiilor	529000	125000	135000	125000	144000
9. Excedent de resurse pentru investiții	-	29950	-	-	39180
10. Deficit de resurse pentru investiții	520620	-	569980	19770	-
11. Folosirea prisosului din trim. precedent	29950	-	29950	-	-
12. Credite pe termen scurt pentru acoperirea deficitului din unele trimestre	38580	-	18810	19770	-
13. Rambursarea creditului pe termen scurt	38580	-	-	-	38580
14. Dobânzi la credit pe termen scurt	600	-	-	-	600
15. Deficit net de acoperire	521220	-	521220	-	-
16. Credite de completare (pe termen mijlociu sau lung)	521120	-	521220	-	-

$$\Delta DIII = \frac{C.D.T.}{100360} = \frac{19770 \times 2{,}50 \times 180}{100360} = 247$$

$$P = 39180 - (19770 + 247) = 19163$$

$$19163 = C + \frac{C.D.T.}{100360} = C + \frac{C \times 2{,}50 \times 270}{100360}$$

C = 18810 - volumul creditului posibil în trim. II

$$\Delta DII = \frac{18810 \times 2{,}50 \times 270}{100360} = 353$$

$$\sum D = 247 + 353 = 600$$

$$\sum C = 19770 + 18810 = 38580$$

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

4.3.3. Resurse pentru finanțarea investițiilor în sectorul privat

Sursele finanțării investițiilor pentru întreprinderile cu capital privat pot diferi, în funcție de modul de organizare a respectivelor unități, însă unele dintre ele vor fi, desigur, comune. Astfel, pentru întreprinderile private mai mici, investițiile inițiale se pot realiza din mijloacele băneşti ale întreprinzătorului, urmând ca, pe parcursul funcționării lor, dezvoltările și modernizările să se efectueze pe seama fondului de amortizare și a profitului realizat.

Pentru societățile pe acțiuni sursa inițială pentru finanțarea investițiilor se poate constitui sub forma unui capital social, prin emisiunea de acțiuni care face ca fiecare cumpărător să devină coproprietar al respectivei întreprinderi; pe parcursul funcționării lor societățile anonime pe acțiuni pot să-și finanțeze noile investiții utilizând fondul de amortizare și o parte din profitul realizat, prin emitere și vânzare de noi acțiuni, care conduc la creșterea capitalului social, prin împrumuturi obligatare sau de la instituții financiare, precum și prin credite bancare pe termen mijlociu.

În funcție de sursele utilizate, se conturează două căi de finanțare a investițiilor.

a) finanțarea prin fonduri proprii:
   - ♦ autofinanțare - sau finanțare internă;
   - ♦ creșteri de capital:
     - □ noi aporturi în numerar;
     - □ încorporarea rezervelor;
     - □ conversiunea datoriilor.

b) finanțarea prin angajamente la termen:
   - ♦ apelul la economiile publice (împrumuturi obligatare);
   - ♦ împrumut de la instituții specializate;
   - ♦ credite bancare pe termen mijlociu;
   - ♦ credit-bail (leasing).

Toate aceste căi de finanțare pe termen lung, din fonduri proprii sau prin angajamente la termen, vor fi reluate în capitolele următoare ale prezentei lucrări.

4.4. Amortizarea activelor imobilizate materiale

Amortizarea este un proces financiar de recuperare treptată a valorii activelor imobilizate consumate în procesul economic sau numai ca urmare a deținerii lor în patrimoniu și de constituire, prin acumularea acestor valori, a unui fond de amortizare destinat înlocuirii activelor imobilizate atunci când expiră durata de viață economică a acestora sau când ating limita de uzură fizică și morală.

Amortizarea se desfăşoară în timp, în principiu pe întreaga perioadă de la intrarea în patrimoniu a activelor imobilizate şi până la casarea acestora. În cazul activelor materiale imobilizate amortizarea are drept fundament deprecierea acestora în procesul funcţionării sau nefuncţionării lor. Când durata de utilizare este mai mică decât durata de viaţă economică se ţine seama şi de valoarea reziduală, care poate avea valori însemnate şi care majorează sursele de finanţare pentru înlocuire. În cazul împrumuturilor are loc un proces de amortizare financiară, care reprezintă rambursarea treptată a creditelor conform angajamentelor asumate.

Procesul de amortizare conduce la reducerea valorii unor posturi din activul sau pasivul bilanţului; în cazul imobilizărilor materiale este vorba de reducerea valorii unor conturi de activ, în timp ce în cazul împrumuturilor amortizarea acestora are drept efect micşorarea valorii conturilor de pasiv care reflectă datorii ale întreprinderii.

Sistemul de amortizare se bazează pe faptul că orice activ material imobilizat are o durată de viaţă maximă, la capătul căreia valoarea de exploatare este egală cu zero. Pot fi amortizate activele care se consumă progresiv, în mai multe exerciţii financiare, cum este cazul clădirilor, construcţiilor, utilajelor, mijloacelor de transport etc. Amortizarea anuală trebuie să acopere deprecierea suferită, fără a subevalua sau supraevalua mărimea acesteia. Toate întreprinderile au libertatea de a-şi alege metoda de amortizare care corespunde cel mai bine specificului activelor materiale şi modului de utilizare.

Uzura fizică privită sub aspect tehnic nu poate fi un criteriu suficient pentru determinarea duratei de funcţionare a activelor materiale imobilizate şi a momentului scoaterii lor definitive din funcţiune; pentru aceasta este necesar să avem în vedere şi factorul economic, ştiut fiind că menţinerea în funcţiune a unui activ o perioadă de timp prea îndelungată în raport cu caracteristicile sale presupune totdeauna cheltuieli suplimentare cu întreţinerea şi reparaţiile care, la un moment dat, îl pot face nerentabil.

Alături de uzura fizică activele materiale imobilizate sunt supuse, de regulă, unui puternic proces de uzură morală care influenţează atât asupra valorii, cât şi asupra duratei de funcţionare a activelor respective. Fondul de amortizare ce se constituie trebuie să exprime, în covârşitoarea lui majoritate, valoarea transferată, ca urmare a uzării fizice, iar pierderile generate de uzura morală trebuie reduse la maximum.

4.4.1. Baza teoretică şi caracterul ştiinţific al amortizării

Dacă uzarea, în ambele forme, reprezintă procesul de pierdere treptată a valorii de întrebuinţare şi, respectiv, a valorii activelor materiale imobilizate, amortizarea reprezintă procesul de reconstituire a valorii activelor uzate prin crearea treptată a unui fond de amortizare pe seama cotelor de amortizare incluse în preţul de cost al producţiei şi recuperate o dată cu vânzarea produselor.

B.C.U. „MIHAI EMINESCU" IAŞI
ŞTIINŢE ECONOMICE

Facultatea de Economie şi Administrarea Afacerilor
BIBLIOTECA

În procesul folosirii activelor imobilizate materiale, partea din valoarea acestora care se recuperează prin intermediul vânzării producției crește continuu, constituindu-se în fondul de amortizare, iar partea care rămâne "fixată" scade mereu până în momentul scoaterii lor din funcțiune. Fondul de amortizare se formează, așadar, în timp, corespunzător perioadei de funcționare a activelor imobilizate, urmând ca abia după constituirea lui integrală (ca regulă generală) să fie folosit pentru achiziționarea sau construirea altor active imobilizate care să înlocuiască pe cele vechi, scoase din uz. Această diviziune în timp între producția valorii activelor imobilizate și reproducția valorii lor de întrebuințare formează baza teoretică a constituirii fondului de amortizare.

Caracterul științific al amortizării. Rolul pe care-l are amortizarea în procesul reproducției poate fi îndeplinit numai respectând unele condiții, printre care: evaluarea corectă, realistă a mijloacelor de muncă, normele de amortizare să țină seama atât de uzura fizică, cât și de cea morală, volumul fondului de amortizare să permită recuperarea tuturor cheltuielilor pentru înlocuirea activelor imobilizate.

Evaluarea realistă a activelor imobilizate constituie o condiție esențială pentru stabilirea corectă a amortizării. Supraevaluarea sau subevaluarea acestora conduce la constituirea nejustificată a unui fond de amortizare mai mare sau mai mic față de nevoile de înlocuire a mijloacelor de muncă, ceea ce se răsfrânge asupra cheltuielilor și a profitului, denaturând mărimea lor reală.

Pentru ca fondul de amortizare să corespundă realmente necesităților de înlocuire a activelor imobilizate trebuie acordată atenția cuvenită valorii la care se calculează amortizarea. Dacă în perioada de la introducerea activelor imobilizate și până la scoaterea lor din uz nu se modifică valoarea acestora, este normal să se calculeze fondul de amortizare asupra valorii inițiale (de achiziție); în același fel se pune problema dacă în cursul anului nu intervin modificări în volumul activelor imobilizate, fondul de amortizare calculându-se asupra valorii existente în întreprindere la începutul anului. Dacă însă în cursul perioadei de funcționare, respectiv în cursul unui an, se produc schimbări în volumul activelor imobilizate (intrări sau ieșiri) se va amortiza valoarea medie, ținându-se seama deci de mișcările survenite în cursul anului.

Constituind o însemnată sursă proprie pentru autofinanțarea investițiilor, fondul de amortizare trebuie determinat științific, astfel încât amortizarea să corespundă atât procesului obiectiv de uzare fizică și morală, cât și necesităților de constituire a fondurilor necesare înlocuirii activelor imobilizate materiale uzate.

Imprimarea unui ritm prea accelerat de amortizare conduce la încărcarea excesivă a costurilor, micșorarea arbitrară a profitului și subevaluarea celorlalți indicatori de eficiență, putând să se ajungă la situația anormală în care deși fondul de amortizare este constituit integral, activele imobilizate mai prezintă, încă, posibilități de funcționare. Și dimpotrivă, aplicarea unui ritm de amortizare prea lent comparativ cu procesul uzării fizice și morale poate conduce la situația în

care, la un moment dat, activele imobilizate trebuie scoase din funcțiune, nemaiprezentând caracteristici de întrebuințare fără să se fi constituit integral fondul de amortizare. Această din urmă alternativă are consecințe neavenite întrucât, diminuând ireal costurile se denaturează indicatorii de eficiență economică, supraevaluându-i.

4.4.2. Corelații între politica de amortizare și politica de investire

Cheltuielile cu amortizarea, ca element al costurilor de producție, reduc baza impozabilă și deci micșorează impozitul pe profit datorat statului, concomitent cu crearea surselor necesare înlocuirii activelor materiale imobilizate. Din acest punct de vedere toate întreprinderile sunt profund interesate să-și amortizeze activele imobilizate.

Deși este o sursă principală pentru înlocuire, **amortizarea are o influență neutră asupra autofinanțării:** dacă se constituie fond de amortizare, cresc costurile, se micșorează beneficiile și posibilitatea folosirii acestora pentru autofinanțare; dacă nu se constituie fond de amortizare, crește volumul beneficiilor și posibilitatea folosirii lor pentru autofinanțare. Sursele de autofinanțare sunt aceleași, ca volum, indiferent că iau forma beneficiilor sau fondului de amortizare.

În schimb, **politica de amortizare, modul de calcul și metoda de amortizare utilizată pot avea o influență hotărâtoare pentru politica de autofinanțare** a întreprinderii.

Întreprinderile aleg metode de amortizare în funcție de politica financiară pe care o promovează, de volumul resurselor pe care dorește să le constituie pentru investiții într-un an sau altul. Metoda de amortizare utilizată la un moment dat nu este ireversibilă; se poate trece la alt sistem de amortizare, se poate întrerupe sau înceta amortizarea. În cazul încetării amortizării cresc fluxurile negative reprezentând plăți în contul impozitului pe profit, scăzând corespunzător fluxurile pozitive pentru autofinanțare. O astfel de politică de amortizare se poate aplica atunci când întreprinderea n-are prevăzute obiective de investiții de finanțat sau când dorește să prezinte în fața acționarilor o rentabilitate mai mare a activelor sale.

Dimpotrivă, în cazul că întreprinderea dorește să constituie fonduri masive pentru investiții în prima parte a intervalului de exploatare, poate aplica metoda regresivă de amortizare care creează avantajul unei scăderi a fiscalității, crescând sursele de autofinanțare.

Metoda regresivă de amortizare mai creează și avantajul că în perioada inflaționistă, impozitele sunt plătite de întreprindere în monedă depreciată.

Dacă amortizarea este subevaluată scad costurile, crește beneficiul și rata rentabilității, estompând eventuale pierderi, se fac distribuiri de dividende necuvenite, valoarea activelor materiale imobilizate apare supraevaluată, iar fondul de amortizare devine insuficient pentru înlocuire.

Dacă amortizarea este supraevaluată cresc costurile, scade beneficiul și rata rentabilității în mod ireal, este afectată repartiția dividendelor și volumul impozitelor către stat, în schimb se formează un fond de amortizare mare care, dacă nu este corelat cu necesități crescute de investiții, poate sta neutilizat.

Prin urmare, politica de amortizare promovată de întreprindere trebuie concepută ca o linie strategică servind scopurilor imediate sau mai îndepărtate de creștere economică.

4.4.3. Metode de amortizare

Pentru atingerea dezideratului determinării științifice, realiste a amortizării, în practica economică se aplică diverse metode de amortizare a activelor materiale imobilizate: metoda amortizării constante sau proporționale, metoda regresivă, metoda de amortizare pe unitate de produs etc. Fiecare metodă abordează același proces de amortizare, dar în ritmuri diferite; scopul este același, obținerea fondului de amortizare, procesul fiind însoțit însă, pe parcurs, de influențe și consecințe economico-financiare diferite de la o metodă la alta.

În practica economică din țara noastră se aplică, în cea mai mare parte, **metoda amortizării constante** sau proporționale. Această metodă presupune calcularea amortizării în mod uniform - cu aceeași normă de amortizare - pe întreaga perioadă de funcționare a activelor imobilizate. Amortizarea constantă are la bază procesul economic obiectiv de uzare la care sunt supuse activele și care trebuie reflectată în valoarea produselor pe măsura producerii ei.

Metoda amortizării constante nu exclude posibilitatea creșterii volumului amortizării în perioadele de folosire mai intensă a mijloacelor fixe. Dimpotrivă, amortizarea accelerată (dar proporțională) a mijloacelor fixe prezintă chiar avantaje economice sensibile când se bazează pe o folosire intensivă a mijloacelor fixe, pe o uzură fizică reală a acestora, permițând recuperarea valorii lor într-un timp mai scurt și deci evitarea uzurii morale. Practicarea unui regim de amortizare accelerată fără a avea la bază un proces de uzare mai intens decât media nu poate prezenta vreun avantaj economic, ci, dimpotrivă, duce la denaturarea mărimii prețului de cost, transformând o parte din profit în fond de amortizare.

În cazul amortizării constante, cheltuielile cu amortizarea sunt repartizate egal pe întreaga durată de viață economică.

Exemplu: un activ material imobilizat valorând 60000 €, cu o durată de viață teoretică de 5 ani, prezintă următoarea evoluție a valorii contabile:

Tabelul nr. 7

	Valoarea inițială	*Amortizarea anuală*	*Amortizarea totală*	*Valoarea rămasă*
1.	60000	12000	12000	48000
2.	60000	12000	24000	36000
3.	60000	12000	36000	24000
4.	60000	12000	48000	12000
5.	60000	12000	60000	-

Intrările eventuale în cursul anului se amortizează tot proporțional, în funcție de durata efectivă de funcționare până la sfârșitul anului.

Metoda de amortizare regresivă se caracterizează prin scăderea continuă a normelor de amortizare, pe măsura creșterii gradului de uzură a activelor materiale imobilizate. Justificarea unei asemenea metode rezidă în aceea că activele, pierzând din valoarea lor în procesul folosirii, transferă tot mai puțină valoare asupra noilor produse; pierderile de valoare suferite de activele imobilizate ca urmare a uzurii fizice și morale urmează să fie reflectate în micșorarea sumei amortizării în prețul de cost.

Metoda de amortizare regresivă asigură concordanța normelor de amortizare descrescânde cu starea tehnică mai bună și randamentul mai mare al activelor imobilizate la începutul perioadei de funcționare, procurarea mai rapidă a resurselor pentru înlocuirea activelor respective, micșorarea riscului de pierderi provocate de uzura morală.

Amortizarea regresivă se calculează, fie prin aplicarea unor norme de amortizare descrescătoare asupra valorii inițiale a activelor materiale imobilizate, fie prin aplicarea aceleiași norme de amortizare, nemodificată pentru întreaga perioadă, asupra valorii rămase din fiecare an.

Norma de amortizare constantă ce se aplică asupra valorii rămase se determină astfel:

$$Na = \frac{100}{Dn} \times C$$

unde:

Na = norma de amortizare analitică;

Dn = durata de funcționare normală;

C = coeficientul de regresie.

Coeficientul de regresie are valori diferite în funcție de durata de funcționare a activelor imobilizate: pentru durata de funcționare între 2-5 ani, coeficientul este

de 1,5; pentru durata de funcționare între 5-10 ani coeficientul este de 2; iar pentru durate de funcționare peste 10 ani coeficientul este de 2,5.

***Exemplu*:** un activ imobilizat în valoare de 60000 €, cu o durată de funcționare normală de 5 ani, prezintă următoarea evoluție a valorii contabile în sistemul amortizării regresive:

$$Na = \frac{100}{Dn} \times C = \frac{100}{5} \times 2 = 40\%$$

Tabelul nr. 8

	Valoarea inițială	*Amortizarea anuală*	*Amortizarea totală*		*Valoarea rămasă*
1.	60000	24000	24000	40,0	36000
2.	36000	14400	38000	64,0	21600
3.	21600	8400	46800	78,0	13200
4.	13200	5280	52080	86,8	7920
5.	7920	7920	60000	100,0	-

Această metodă prezintă însă și anumite dezavantaje, transformând o parte din beneficii în fond de amortizare (la începutul perioadei de funcționare a mijloacelor fixe); în altă ordine de idei, amortizarea regresivă contravine desfășurării obiective a procesului de uzare fizică și morală și complică, într-o oarecare măsură, munca de calculare și de evidență, reclamând un timp de muncă mai mare.

Metoda amortizării pe unitatea de produs constă în împărțirea valorii activelor imobilizate la cantitatea totală de produse la a căror fabricare concură. Această metodă n-are nimic comun cu timpul în care se produc mărfurile sau trebuie să funcționeze activul respectiv. Cu cât se produc mai multe bunuri, cu atât mai repede se amortizează valoarea activelor imobilizate.

Spre deosebire de metoda constantă de amortizare, unde volumul amortizării în prețul de cost al produselor poate varia în funcție de mărimea producției - realizându-se în acest fel stimulentul creșterii producției - în metoda amortizării pe unitatea de produs ponderea amortizărilor în costuri rămâne totdeauna constantă, urmând ca necesitățile recuperării mai rapide a activelor imobilizate în vederea evitării uzurii morale să joace rolul - pe lângă altele - de stimulent în dezvoltarea producției.

Metoda de amortizare progresivă presupune creșterea de la un an la altul a fondului de amortizare și se bazează pe ideea că mijloacele de muncă suferă o uzare tot mai accentuată pe măsură ce se apropie de limita de funcționare normală. Această metodă are o aplicare restrânsă, întrucât, pe de o parte, presupune eforturi

financiare mai mari tocmai când activele imobilizate, datorită gradului de uzură, au o productivitate mai scăzută; pe de altă parte, această metodă nu creează certitudinea posibilităților de înlocuire în eventualitatea ivirii mai timpurii a uzurii morale.

Amortizarea mijloacelor fixe este un proces generalizat în toate țările, indiferent că se practică într-un fel sau altul, având un rol multilateral pe plan economic.

Contravaloarea amortizării este un element component al cheltuielilor de producție și are un rol bine stabilit în determinarea rentabilității producției: cu cât suma amortizării va scădea în costuri, cu atât vor crește profiturile și rata rentabilității întreprinderii.

4.5. Organizarea amortizării activelor materiale imobilizate

Toate activele materiale existente în patrimoniu, care funcționează sau nu funcționează, productive sau neproductive, a căror durată de funcționare se întinde pe mai multe exerciții financiare sunt supuse amortizării. Amortizarea are loc începând de la intrarea în patrimoniu și până la scoaterea din folosință, dar nu mai mult decât durata normală de funcționare.

Între amortizare, ca proces financiar, și uzare, ca proces fizic material, nu există totdeauna corespondență perfectă, estimarea amortizării îmbrăcând uneori un caracter aproximativ: unele active, deși complet amortizate financiar, continuă să funcționeze având caracteristici de întrebuințare, în timp ce alte active se pot găsi în situația inversă, când, deși nu sunt complet amortizate trebuie scoase din folosință, nemaiprezentând valoare de întrebuințare. În primul caz este firesc ca respectivele active să înceteze a mai fi amortizate, funcționarea lor în continuare reflectându-se în scăderea costurilor și creșterea rentabilității. În cel de-al doilea caz, valoarea neamortizată urmează a fi recuperată din beneficii într-o perioadă de timp cel mult egală cu cea în care activele casate ar fi trebuit să mai funcționeze.

Alături de activele care funcționează se supun amortizării și activele în rezervă, în conservare și în reparații capitale. Motivația amortizării activelor aflate în aceste stări rezidă în faptul că uzarea fizică și cea morală se produc chiar dacă activele nu funcționează și este oportun pentru întreprindere să-și constituie fondul de amortizare corespunzător. În plus, încărcarea costurilor cu amortizarea aferentă activelor ce nu funcționează efectiv este neeconomicoasă și acționează ca o pârghie pentru scurtarea la minimum a perioadei reparațiilor capitale sau a timpului cât activele se află în rezervă sau în conservare.

Se amortizează, de asemenea, și cheltuielile efectuate pentru obiective puse în funcțiune parțial sau total, chiar dacă nu s-au făcut încă formele de înregistrare în patrimoniu ca active materiale imobilizate. În ceea ce privește activele materiale închiriate, trebuie spus că ele se amortizează în toate cazurile de proprietar. Dacă chiriașul efectuează amenajări, modernizări sau dezvoltări la activele deținute cu

chirie, cu asentimentul proprietarului, asemenea cheltuieli vor fi amortizate de chiriaș pentru perioada cât deține activele cu chirie, urmând ca la expirarea contractului de închiriere proprietarul să continue amortizarea lor. Dacă amenajările sau dezvoltările se fac de chiriaș fără asentimentul proprietarului, cheltuielile respective se vor recupera cel mult până la expirarea contractului de închiriere.

4.5.1. Norme de amortizare

Prin normă de amortizare se înțelege mărimea procentuală care exprimă intensitatea cu care se amortizează un mijloc fix în decurs de un an: altfel spus, mărimea amortizării ce se calculează la 100 lei mijloace fixe în decurs de un an.

Între norma de amortizare și intensitatea uzării există o legătură directă, determinantă: cu cât un activ material se uzează fizic și moral mai repede, adică are o durată mai mică de funcționare, cu atât norma de amortizare va fi mai mare și invers. Rezultă, așadar, că mărimea normei de amortizare este invers proporțională cu durata de funcționare a unui activ imobilizat.

Norme analitice sunt acelea ce se stabilesc pentru fiecare activ material imobilizat, în funcție de durata de serviciu normală: $\boxed{Na=\frac{100}{Dn}}$ în care:

Na = norma analitică de amortizare;

Dn = norma normală de serviciu.

Din formulă rezultă că, indiferent de valoarea de inventar, norma de amortizare se calculează ca un raport între 100 și durata normală de funcționare. Astfel, dacă un activ material se folosește 4 ani, înseamnă că în fiecare an el se va amortiza cu 1/4 din valoarea sa, adică norma anuală de amortizare va fi:

$$\boxed{\frac{100}{4}=25\%}$$

În cadrul fiecărei categorii de active imobilizate există mai multe norme analitice de amortizare, corespunzătoare diferitelor active sau grupe de active, în conformitate cu duratele lor normale de serviciu.

Calcularea unor norme pentru fiecare activ în parte ar necesita o muncă anevoioasă, fapt pentru care se pot folosi norme medii pe grupe omogene de mijloace de muncă.

Normele de amortizare analitice pot fi: proporționale, progresive sau regresive.

Normele proporționale pot fi, la rândul lor, proporționale în timp (metoda liniară de amortizare), proporționale pe km de parcurs și proporționale pe unitatea de măsură.

Normele de amortizare proporționale în timp au, ca trăsătură distinctă, caracterul constant, uniform, egal în toată perioada în care activele sunt supuse amortizării. Metoda de amortizare care folosește normele proporționale în timp este foarte simplă, creând un cadru favorabil pentru previzionarea și stabilirea efectivă a amortizării.

Normele proporționale pe km (la 1000/km) se folosesc pentru stabilirea amortizării aferente mijloacelor de transport auto. Adoptarea acestor norme pentru parcul de autovehicule are menirea să asigure o corelație corectă între cheltuielile cu amortizarea și volumul prestațiilor, o concordanță între amortizare și norma tehnică de casare a mijloacelor de transport, recuperarea integrală a valorii de inventar a autovehiculelor și o folosire rațională a acestora.

Normele progresive se caracterizează prin aceea că ele cresc pe măsura folosirii activelor, conducând la obținerea unui fond de amortizare mai mic în primii ani și mai mare spre sfârșitul duratelor de serviciu. Normele progresive nu țin seama de scăderea randamentului activelor materiale pe măsură ce acestea se uzează.

Normele regresive de amortizare se caracterizează prin micșorarea lor treptată, pe măsură ce activele imobilizate se apropie de expirarea duratei normale de serviciu. Prin aplicarea lor se obține un fond de amortizare mai mare la începutul funcționării respectivelor active și mai mic către sfârșitul perioadei de funcționare.

Norma unică de amortizare se stabilește pentru totalitatea activelor materiale imobilizate din întreprindere în decurs de un an pe baza fondului de amortizare și a valorii medii anuale de amortizare.

$$Nu = \frac{t\,A}{t\,\overline{Va}} \times 100$$

Dacă stabilirea fondului de amortizare pe baza normelor analitice are avantajul determinării cu mai multă exactitate a acestui fond, în schimb folosirea normei unice conduce la realizarea unei operativități sporite în calcularea amortizării și obținerea unei economii însemnate de muncă.

4.5.2. Fondul de amortizare

Fondul de amortizare reprezintă valoarea recuperată a activelor imobilizate într-o anumită perioadă de timp, prin aplicarea normelor de amortizare asupra valorii medii anuale a activelor.

$$A = \frac{\overline{Va} \times Na}{100}$$

în care:

A = fondul anual de amortizare;

$\overline{Va}$ = valoarea medie anuală de amortizat;

Na = norma analitică.

Valoarea medie anuală de amortizat se stabilește pornind de la valoarea inițială a activelor imobilizate și de la valorile medii ale intrărilor și ieșirilor de active în cursul anului curent, astfel: $\overline{V}a = Vi + \overline{V}in - \overline{V}ie$

în care:

$\overline{V}a$ = valoarea medie anuală de amortizat a activelor imobilizate;
Vi = valoarea de inventar la începutul anului;
$\overline{V}in$ = valoarea medie a intrărilor de active în cursul anului;
$\overline{V}ie$ = valoarea medie a ieșirilor de activ în cursul anului.

La rândul lor, valorile medii ale intrărilor și ieșirilor de active imobilizate în cursul anului se determină astfel:

$$\overline{V}in = \frac{Vin \times t}{T} \qquad \overline{V}ie = \frac{Vie \times t'}{T}$$

în care:

$\overline{V}in$ = valoarea medie a intrărilor;
Vie = valoarea absolută a ieșirilor;
t = nr. de luni de funcționare din momentul intrării, până la sfârșitul anului;
$\overline{V}ie$ = valoarea medie a ieșirilor;
t´ = nr. de luni de nefuncționare din momentul ieșirii, până la sfârșitul anului;
T = nr. de luni dintr-un an (12).

Atât intrările, cât și ieșirile de active din patrimoniu în cursul anului se iau în considerație la calculul valorii medii anuale de amortizat începând cu luna următoare aceleia în care s-au produs.

În cazul în care fondul de amortizare se calculează pe baza normei unice se aplică următoarea formulă:

$$tA = \frac{t\,\overline{V}a_1 \times Nu_0}{100}$$

în care:

tA = total fond anual de amortizare pe întreprindere ;
$t\,\overline{V}a_1$ = total valoare medie anuală de amortizat în anul curent;
Nu_0 = norma unică de amortizare determinată la sfârșitul anului de bază.

Totalul valorii medii de amortizat în anul curent ($t\,\overline{V}a_1$) se obține pe baza totalului valorii activelor imobilizate existente în patrimoniu la începutul anului, la care se adaugă valorile medii ale intrărilor de active grupate pe categorii și din care se scad valorile medii ale ieșirilor de active, de asemenea grupate pe categorii, astfel:

$$t\overline{V}a_i = tV_i + \sum\left(\frac{ff_{11}}{12} + \frac{ff_{10}}{12} + \ldots \frac{ff}{12}\right) - \sum\left(\frac{f_{11}}{12} + \frac{ff_{10}}{12} + \ldots \frac{ff}{12}\right)$$

4.5.3. Rata anuală de recuperat

În situația că întreprinderea este nevoită să caseze anumite active imobilizate înaintea amortizării lor integrale, fondul de amortizare nu se mai poate constitui la nivelul necesarului pentru înlocuire pentru că o anumită parte a valorii activelor rămâne nerecuperată. În consecință, valoarea rămasă neamortizată urmează a fi recuperată din beneficii, pentru complinirea fondului de amortizare.

Valoarea neamortizată se determină ca diferență între valoarea inițială a activului imobilizat şi fondul de amortizare constituit până la momentul casării:

$$Vn = Vi - A$$

sau pe baza formulei următoare:

$$\boxed{Vn = \frac{Vc \times Dr}{Dn}}$$

în care:

Vn = valoarea neamortizată;
Vc = valoarea activelor casate;
Dr = durata rămasă;
Dn = durata normală de funcționare.

Exemplu: Un activ imobilizat cu valoarea inițială de 70000 € şi durata normală de 5 ani şi 6 luni a fost casat cu 1 an şi 4 luni înaintea amortizării integrale.

$$Vn = \frac{70000(12+4)}{(5\times12)+6} = \frac{70000\times16}{66} = 16970$$

Recuperarea valorii neamortizate se poate realiza pe un număr de luni egal sau mai mic decât durata rămasă, în funcție de posibilitățile întreprinderii. Dacă recuperarea se decide a se efectua pe mai mulți ani, în fiecare din acești ani se va calcula rata anuală de recuperat, după formula următoare:

$$\boxed{R = \frac{Vn \times t}{T}}$$

în care:

R = rata anuală de recuperat;
Vn = valoarea neamortizată;
t = nr. de luni de recuperat în anul curent;
T = nr. total de luni de recuperat.

Folosind exemplul de mai sus şi admițând că operațiunea de casare înainte de termen a avut loc la 12 martie, ratele anuale de recuperare se vor stabili astfel:

$$R1 = \frac{16970 \times 9}{16} = 9546; \qquad R2 = \frac{16970 \times 7}{16} = 7424$$

$$R1 + R2 = Vn$$
$$9546 + 7424 = 16970$$

Dacă recuperarea valorii neamortizate se eșalonează pe un număr de luni până la sfârșitul anului în care a avut loc casarea, atunci nu mai este cazul să se calculeze rata anuală de recuperat, întrucât aceasta este egală cu valoarea neamortizată.

Dacă t = T, atunci R = Vn

La calcularea ratei anuale de recuperat trebuie respectate următoarele două relații:

$$T \leq Dr; \quad t \leq T;$$

Dacă $t < T$, atunci : $\Sigma t = T$

$\Sigma R = Vn$

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 5

Autofinanțarea sau finanțarea internă

5.1. Politica de autofinanțare

Nevoile de fonduri ale întreprinderilor sunt variate; de la trebuințe de lungă durată și de o valoare ridicată, cum este cazul activelor imobilizate materiale, până la trebuințe de scurtă durată, al căror nivel variază frecvent în cursul anului în funcție de factori interni sau externi, cum este cazul activelor circulante.

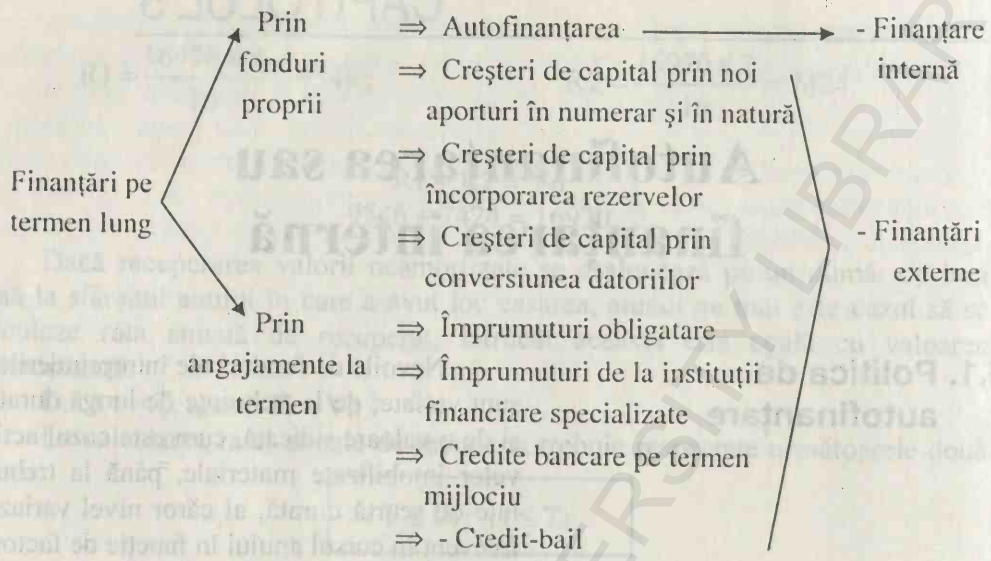
Finanțarea, adică acoperirea financiară a acestor nevoi se face, evident, ținând cont de caracterul permanent sau temporar al trebuințelor.

Finanțarea pe termen lung a întreprinderilor presupune nevoi de fonduri, cu caracter permanent sau pentru perioade mari de timp, operațiune care se poate realiza în diverse forme, funcție de condițiile concrete ale întreprinderii și ale pieței financiare. Căile de finanțare pe termen lung sunt în strânsă legătură cu căile de investire, formând împreună cu acestea politica financiară a întreprinderii, respectiv gestiunea pe termen lung.

Autofinanțarea este cel mai răspândit principiu de finanțare și presupune că întreprinderea își asigură dezvoltarea cu forțe proprii, folosind drept surse de finanțare o parte a profitului obținut în exercițiul expirat și fondul de amortizare, acoperind atât nevoile de înlocuire a activelor imobilizate, cât și creșterea activului economic.

Din punct de vedere al apartenenței fondurilor, distingem finanțări din fonduri proprii (autofinanțarea, creșteri de capital prin noi aporturi în numerar sau în natură, creșteri de capital prin încorporarea rezervelor la capitalul social, creșteri de capital prin conversiunea datoriilor) și finanțări prin angajamente la termen (împrumuturi obligatare, credite bancare, credit-bail). Privite din punctul de vedere al efortului depus pentru obținerea lor, sursele de finanțare pe termen lung pot fi grupate în două părți: finanțări interne (autofinanțarea) și finanțări externe (creșteri de capital și împrumuturi diverse).

BCU CLUJ LIBRARY



Locul însemnat pe care-l ocupă autofinanțarea printre celelalte căi de finanțare decurge din faptul că creează avantaje atât pentru acționari, cât și pentru societatea comercială ca persoană juridică. Acționarii sunt avantajați întrucât, capitalizând o parte a profitului, crește valoarea bursieră a întreprinderii, crește cursul acțiunilor deținute de ei, prin urmare, crește avuția lor. În afară de aceasta, profitul reinvestit este exonerat de la plata impozitului pe profit sau se aplică reduceri substanțiale de impozit, ceea ce creează posibilități mai mari de reinvestire. Întreprinderea, ca persoană juridică, este avantajată întrucât nu mai este nevoită să apeleze nici la acționari, nici la piața financiară pentru a obține fondurile de care are nevoie pentru dezvoltare. Totodată, crește autonomia financiară a întreprinderii față de bănci.

Politica de autofinanțare a unei întreprinderi este sinteza căilor de producție, comerciale și financiare, care orientează activitatea sa. Fluxul surselor de autofinanțare rezultă din performanțele economice și financiare, fiind grupate însă în funcție de posibilitățile repartizării beneficiilor, amortizării și de politica de îndatorare. Previziunile de finanțare internă joacă rolul principal în politica financiară a întreprinderii.

Deși autofinanțarea este o politică financiară sănătoasă și de dorit, nu este oportun să se exagereze în această direcție pentru ca întreprinderea să nu fie ruptă de piața financiară și pentru o mobilitate mai mare a capitalului. Acoperindu-și integral nevoile de creștere economică din surse interne, se poate ușor scăpa din vedere costul capitalului propriu comparativ cu costul capitalului de împrumut, creându-se aparența înșelătoare că primul ar fi oarecum gratuit. Realitatea economică și financiară arată însă că, indiferent de proveniență, costul capitalurilor se egalizează, în multe cazuri costul capitalului propriu fiind chiar mai ridicat decât al celui împrumutat.

Nu se poate vorbi despre un optim general al politicii de autofinanțare. Pe plan mondial, până în deceniul al 6-lea, o bună structură financiară se caracteriza printr-un nivel scăzut al îndatorării, punându-se accentul pe autofinanțare și alte resurse proprii, respectiv pe autonomia economico-financiară a întreprinderilor. În deceniul al 8-lea, o bună structură financiară se caracteriza printr-un nivel "normal" al îndatorării, adică nu excesiv comparativ cu capitalul propriu, dar punându-se accentul pe efectul pozitiv de îndatorare. În anii '80, o bună structură financiară se caracteriza prin diminuarea progresivă a îndatorării, creșterea autonomiei financiare și creșterea rentabilității pe această bază.

5.1.1. Factori de incidență asupra autofinanțării

Autofinanțarea, respectiv nivelul său, nu poate fi apreciată decât în funcție de politica financiară globală a întreprinderii. În acest sens, în anumite împrejurări devine mai avantajos pentru întreprindere de a proceda la la o finanțare externă în locul autofinanțării. În același timp trebuie spus că dacă marja brută sau marja comercială (diferența dintre total încasări din exploatare și costul mărfurilor, materiilor prime etc.) este importantă pentru a proceda la autofinanțare, întrucât formează baza de plecare a excedentului brut de exploatare, totuși nu se poate spune că există o legătură directă, determinantă între ea și nivelul autofinanțării: o marjă comercială mare poate fi însoțită de o autofinanțare mică și invers, o autofinanțare slabă nu înseamnă totdeauna o marjă comercială neîndestulătoare.

Decizia de autofinanțare și nivelul acesteia sunt adesea influențate de factori externi, cum ar fi: fiscalitatea, diverse constrângeri privind accesul pe piața financiară sau constrângeri juridice diverse.

- Sub aspectul fiscalității se poate vorbi despre o relație de tipul: fiscalitate mare - autofinanțare ridicată și invers, în sensul că o politică de impozite apăsătoare incită întreprinderea să procedeze la capitalizarea unei părți din profit, cât mai mare cu putință, găsind în această destinație condiții mai lejere de impunere (facilități fiscale). În schimb, alte reglementări, cum sunt acelea referitoare la reducerea bazei impozabile cu anumite cheltuieli (de amortizare, rambursări de credite, plăți de dobânzi) pot influența în sensul creșterii distribuirii de dividende mai curând decât al creșterii resurselor de autofinanțare. În altă ordine de idei, investitorii (acționarii) care sunt puternic impozitați pe veniturile obținute din dividende vor vota în adunarea generală a acționarilor pentru distribuirea unui dividend mai redus, în favoarea profitului reinvestit, deci a maximizării valorii întreprinderii și a patrimoniului fiecărui acționar.

• Constrângeri privind accesul pe piața financiară. În cazul societăților comerciale necotate la bursă, procurarea fondurilor necesare creșterii economice nu se poate realiza prin apel la piața de capital rămânând, în consecință, alternativa creditului bancar, autofinanțării sau a creșterii de capital prin fonduri proprii externe. Creșterile de capital prin noi aporturi de numerar sau în natură sunt operațiuni care durează în timp, sunt operațiuni dificile și costisitoare, ceea ce face ca, în comparație, autofinanțarea să apară preferabilă.

• Constrângeri juridice diverse. Profitul unei societăți comerciale pe acțiuni are două mari destinații: distribuiri de dividende și reinvestire (autofinanțare).

Decizia adunării generale de a distribui dividende reduce suma destinată autofinanțării, dar se obțin alte rezultate notabile: satisfacerea exigențelor acționarilor, fidelitatea lor față de societate manifestată în deținerea durabilă a acțiunilor, fără intenția de a le vinde pe piață, ceea ce duce la creșterea cursului lor, deci a valorii de piață a întreprinderii înseși. Dimpotrivă, decizia adunării generale a acționarilor de a reinvesti profitul majorează resursele de autofinanțare, dar poate provoca nemulțumirea unei părți a acționarilor, care vor avea tendința de a vinde acțiunile deținute, ceea ce, prin jocul cererii și al ofertei, poate duce la scăderea cursului acțiunilor și prin urmare a capitalizării bursiere a întreprinderii.

Distribuirea de dividende cu regularitate și în sume consistente reprezintă, desigur, un semn favorabil asupra perspectivelor de dezvoltare ale unei societăți, însă dorința de autonomie o influențează către o autofinanțare mai pronunțată. În anumite țări, legile în vigoare impun întreprinderilor o autofinanțare minimală, ceea ce restrânge mărimea dividendelor. Același lucru se observă, dar cu caracter generalizat, în domeniul politicii băncilor de creditare a agenților economici numai în măsura în care prezintă capacitate de îndatorare, adică dispun de fonduri proprii într-un anumit cuantum.

5.1.2. Costul beneficiilor reinvestite

Orice politică de autofinanțare trebuie analizată în funcție de rentabilitatea pe care o degajă profitul reinvestit. Dacă rentabilitatea noilor proiecte acoperite prin autofinanțare este egală cu rentabilitatea reclamată de acționari, politica de **autofinanțare este neutră** pentru întreprindere. Numai atunci când rentabilitatea investirilor acoperite prin autofinanțare este mai mare decât remunerația cerută de acționari, **autofinanțarea are un efect pozitiv** pentru întreprindere, în sensul că crește valoarea financiară a acesteia. Astfel, autofinanțarea contribuie la creșterea mijloacelor financiare ale întreprinderii, dar nu permite creșterea beneficiilor pentru reinvestire decât dacă crește rata rentabilității noilor proiecte peste pretențiile de remunerație ale acționarilor.

În principiu, costul autofinanțării este egal cu costul fondurilor proprii externe în sensul că acționarii așteaptă aceeași rentabilitate de la beneficiile reinvestite, ca și de la aporturile de numerar realizate de ei cu prilejul creșterilor de capital. Cu alte cuvinte, autofinanțarea apare, ca și fondurile proprii externe, un mijloc de finanțare costisitor. Faptul că societatea comercială dispune liber de sumele obținute prin autofinanțare, că nu varsă remunerația către acționari (fluxuri financiare negative) nu înseamnă că sumele respective sunt gratuite.

Pe o piață financiară perfectă, în care toate informațiile sunt disponibile, sumele din profit trecute în fonduri de rezervă (autofinanțare) sau distribuite ca dividende fac ca politica de finanțare să fie neutră: îndatorarea, autofinanțarea, distribuirea profiturilor n-au nici o importanță din punctul de vedere al bogăției acționarilor.

Pentru a determina costul real al beneficiilor reinvestite de societatea comercială, respectiv rentabilitatea beneficiilor reinvestite de acționari, trebuie să ținem seama de incidența fiscală, adică de faptul că societatea este impozitată pentru profitul reinvestit, iar, pe de altă parte, acționarii sunt impozitați pentru veniturile obținute din dividende.

Prin urmare, în cazul distribuirii de dividende, acționari vor suporta impozitul pe venituri din dividende astfel, încât lor le rămâne un venit net mai mic pentru a-l utiliza, spre exemplu, în vederea achiziționării de noi acțiuni.

Dacă societatea comercială nu distribuie dividende sau distribuie într-un volum mai redus, ea va putea reinvesti întreg profitul sau o parte a acestuia, formând o bază pentru venituri viitoare sporite.

Este necesar însă, ca randament net pentru acționari, să rămână aceleași, fie că se distribuie dividende, fie că profitul se reinvestește. Cu alte cuvinte, situația trebuie să fie aceeași din punctul de vedere al patrimoniului acționarului.

Luând în considerare incidența fiscală, costul beneficiilor reinvestite se calculează astfel:

$$C = Re \times \frac{1 - Ip}{1 - Is}$$

în care:

C = costul beneficiilor reinvestite;

Re = rentabilitatea economică generală a societății comerciale;

Ip = impozitul personal, pe venituri din dividende plătit de acționari;

Is = impozitul societar, plătit de societatea comercială pentru profitul reinvestit.

Dacă evaluăm: Re = 18%, Ip = 10%, Is = 15%

$$\text{Costul beneficiilor reinvestite} = 18{,}2\% \times \frac{1-10\%}{1-15\%} = 19{,}27\%$$

Profitul reinvestit în operațiuni economice care promit un randament anual de 19,27% reprezintă o afacere acceptabilă, care echivalează cu rentabilitatea ce ar fi obținut-o acționarii dacă ar fi primit dividende pe care să le reinvestească ei înșiși, după ce în prealabil ar fi suportat impozitul pe venituri din dividende. Pentru profitul reinvestit societatea comercială nu poate acorda acționarilor remunerații sub forma dividendelor mai mari de 19.27%, iar acționarii nu pot pretinde mai mult.

5.2. Capacitatea de autofinanțare

Sursele destinate autofinanțării se formează în cadrul întreprinderii reprezentând, deci, surse interne. În principal, aceste surse provin din excedentul monetar creat din operațiuni economice și financiare, adică din diferența dintre fluxurile financiare pozitive și negative, respectiv dintre încasări și plăți. Excedentul brut de exploatare se compune din rezultatele pozitive ale procesului economic, precum și din fondul de amortizare creat. De altfel, excedentul brut de exploatare poate fi calculat în două feluri: fie ca diferență dintre totalul încasărilor din activitatea economico-financiară și totalul cheltuielilor efectuate, ținând cont că amortizarea, deși este o cheltuială cuprinsă în costuri, nu ocazionează fluxuri de ieșire; fie ca sumă a unor elemente diferite, cum ar fi salarii, impozite, dobânzi plătite, fond de amortizare anual, dividende, beneficii nerepartizate.

> Capacitatea de autofinanțare reprezintă un surplus monetar care se obține ca rezultat al tuturor operațiunilor de încasări și plăți efectuate de întreprindere, într-o perioadă de timp, având în vedere și incidența fiscală.

Pentru determinarea capacității de autofinanțare trebuie avute în vedere atât variabile economice, cât și financiare. **Variabilele economice** pornesc de la previziunile de vânzări (cantități × prețuri) și previziunile asupra costurilor (materii prime, materiale, combustibili, salarii etc.), în timp ce **variabilele financiare** au în vedere politica de împrumut, promovată de întreprindere, care ocazionează cheltuieli financiare, politica de amortizare care poate încărca diferit costurile pentru anumiți ani și politica de repartizare a profiturilor care dimensionează volumul dividendelor distribuite acționarilor, al participațiilor la beneficii sau al majorării fondurilor de rezervă.

De regulă, autofinanțarea efectivă este mai mică decât capacitatea de autofinanțare. Nu totalitatea capacității de autofinanțare rămâne la dispoziția

întreprinderii pentru necesități de finanțare internă, ci mai puțin beneficiile distribuite acționarilor sub formă de dividende și participațiile la beneficii ale salariaților.

Notăm:

V = venituri totale din activitatea economico-financiară;
C = cheltuieli de exploatare (costuri explicite, care provoacă fluxuri financiare negative);
Cf = cheltuieli financiare (principal + dobândă);
A = cheltuieli cu amortizarea activelor imobilizate (costuri implicite care nu generează fluxuri financiare negative);
I = cota de impozit pe profit;
CAF_p = capacitatea de autofinanțare potențială;
CAF_r = capacitatea de autofinanțare reală:

$$CAF_p = (V - C - Cf - A)\left(1 - \frac{I}{100}\right) + A$$

$$CAF_r = CAF_p \text{ - Dividende - Participații la beneficii}$$

Calcularea capacității de autofinanțare se realizează trecând succesiv prin anumiți indicatori financiari care, în evidența contabilă, iau denumirea de solduri intermediare de gestiune, în felul următor:

(1) Marja brută sau marja comercială (M.B.)	= Încasări din vânzarea mărfurilor (V)	- Costul mărfurilor, materii prime, materiale (C)
(2) Excedent brut de exploatare (EBE)	= MB	- Salarii și asimilate plus impozitul pe salarii, CAS, cota de șomaj
(3) Rezultatul curent al exploatării (Rc)	= EBE ± Rezultatele financiare	- Fondul de amortizare
(4) Rezultatul net contabil (Rn)	= Rc ± Rezultatele excepționale	- Impozitul pe profit - Provizioane
(5) CAFp	= Rn + Fondul de amortizare	+ Provizioane
(6) CAFr	= CAFp - Dividende de plată	- Participații la beneficii ale salariaților

Practic, calcularea capacității de autofinanțare se efectuează pe baza datelor contabile cuprinse în contul de rezultate, în felul următor:

BCU "ASACHE" IAȘI UNIVERSITY LIBRARY

Tabelul nr. 9

Indicatori	*Societatea comercială (1)*	*Societatea comercială (2)*
1. Încasări din activitatea de bază	2400000	2900000
2. Încasări din alte activități	150000	170000
3. Producție stocată	80000	-40000
4. Total venituri (V)	2630000	3030000
5. Costul mărfurilor, materiilor prime etc.	540000	580000
6. Variații de stoc	-10000	50000
7. Cheltuieli de exploatare (costuri explicite)	530000	630000
8. Valoarea adăugată (4-7)	2100000	2400000
9. Cheltuieli de personal	1650000	1700000
10. Impozite și taxe locale	150000	160000
11. Excedent brut de exploatare (8-910)	300000	540000
12. Alte cheltuieli de exploatare (amortizarea)	27000	130000
13. Venituri financiare	8000	10000
14. Cheltuieli financiare	35000	40000
15. Rezultatul curent al exploatării (11-12+ 13-14)	246000	380000
16. Venituri excepționale	10000	-
17. Cheltuieli excepționale	-	20000
18. Participații la alte întreprinderi	100000	200000
19. Impozit pe profit	25000	25000
20. Rezultatul net contabil (15+16-17-18-19)	131000	135000
21. Capacitatea de autofinanțare potențială (20+12)	158000	265000
22. Participații la beneficii ale salariaților	10000	15000
23. Dividende de plată	48000	50000
24. Capacitatea de autofinanțare reală	100000	200000

Capacitatea de autofinanțare este un indicator de mare expresivitate economică, reflectând forța financiară a unei societăți comerciale, garanția securității și independența acesteia. Întreprinderile cu o bună capacitate de autofinanțare își micșorează riscul financiar, fiind în măsură să surmonteze greutățile în perioadele de criză economică, când accesul la credite este dificil din cauza dobânzilor înalte.

Totodată, capacitatea de autofinanțare este și un indicator de lichiditate financiară și de solvabilitate, care ridică gradul de bonitate al firmei, mărește încrederea partenerilor de afaceri, creând condiții mai bune de negociere a contractelor economice. Putem adăuga, de asemenea, că o capacitate de autofinanțare bună exprimă și o capacitate de îndatorare bună, respectiv posibilitatea de a garanta mai bine creditele bancare la care face apel întreprinderea.

Aspectele pozitive incontestabile ale autofinanțării nu exclud, însă, anumite inconveniente ale acestei metode de finanțare, în sensul că autofinanțarea constituie un obstacol în calea mobilității capitalului și că sursele aferente comportă un cost relativ ridicat.

5.3. Corelații dintre autofinanțare, împrumut, amortizare și repartizarea profiturilor

Procesul de finanțare internă (autofinanțarea) nu ține neapărat de voința întreprinderii, a acționarilor, ci și de anumite condiții externe și interne: de fiscalitate și alte reglementări juridice, de politica dusă de bănci față de creditarea agenților economici, de costul creditelor și, desigur, de gradul de rentabilitate ce se obține și intențiile de creștere economică ale întreprinderii.

5.3.1. Corelația dintre autofinanțare și împrumut

Obligațiile societăților decurgând din politica lor de îndatorare se traduc în plăți regulate de dobânzi care, împreună cu rambursările anuale, constituie cheltuieli financiare. Cu cât structura financiară este mai îndatorată, cu atât cheltuielile financiare anuale sunt mai mari, reducând beneficiul și, prin urmare, posibilitățile de autofinanțare.

Sub aspect financiar, legătura între autofinanțare și îndatorare este mai complexă. Autofinanțarea este aproape întotdeauna o condiție necesară în vederea obținerii unui împrumut; ea constituie, în același timp, o garanție și un mijloc de rambursare. Pentru a aproba creditele solicitate, băncile cer întreprinderilor încadrarea în anumite limite de îndatorare. În cazul creditelor pe termen lung și mijlociu, condiția care se pune este ca datoria să nu depășească un anumit multiplu al capacității de autofinanțare:

$$\frac{\text{Datorii la termen}}{\text{Capacitatea de autofinanțare}} \leq 4$$

Cu cât crește capacitatea de autofinanțare, crește și posibilitatea apelării la credite. Întreprinderile care folosesc credite speră să obțină efecte de îndatorare

pozitive, astfel încât să permită nu numai plăți de principal și dobândă, dar să rămână și un profit care să poată fi utilizat, eventual, pentru finanțarea unor noi proiecte, deci pentru sporirea posibilităților de autofinanțare. O asemenea perspectivă este realistă în cazul că rata rentabilității economice este mai mare decât rata dobânzii. Sub acest aspect, împrumutul apare ca o autofinanțare anticipată.

5.3.2. Corelația dintre autofinanțare și amortizare

Cheltuielile ocazionate de amortizarea activelor imobilizate măresc costurile, micșorează beneficiul și, prin urmare, și impozitul pe profit datorat statului. Ținând seama că cheltuielile cu amortizarea nu generează fluxuri financiare negative, rezultă că fondul de amortizare obținut prin recuperarea acestor cheltuieli poate fi utilizat pentru reinvestire și, alături de economia de impozit pe profit ca urmare a micșorării bazei impozabile, să mărească gradul de autofinanțare.

În realitate, **amortizarea are o influență neutră asupra autofinanțării:** mărind costurile cu amortizarea, se micșorează profitul și invers, așa încât nu se poate conta pe un alt cuantum al resurselor de autofinanțare decât acela pe care-l poate genera exploatarea.

În schimb, politica de amortizare poate permite modularea fluxurilor de autofinanțare, crescător sau descrescător, în funcție de scopurile urmărite de întreprindere. Aplicarea diverselor metode de amortizare, ca și posibilitatea întreruperii sau încetinirii ritmului de amortizare creează posibilitatea constituirii anuale a unui fond de amortizare mai mare sau mai mic. În cazul creșterii fondului de amortizare, scad fluxurile negative reprezentând impozit pe profit și, prin urmare, cresc fluxurile de autofinanțare.

Spre exemplu, aplicarea metodei de amortizare regresive conduce la descreșterea de la un an la altul a cheltuielilor cu amortizarea; ca atare, în primii ani fluxurile de autofinanțare vor fi mai mari - întemeiate atât de volumul fondului de amortizare, cât și de economia de impozit pe profit - în timp ce, către sfârșitul duratei de funcționare a activelor imobilizate, fluxurile de autofinanțare vor fi mai mici, ca urmare a scăderii fondului anual de amortizare și, totodată, a creșterii vărsămintelor în contul impozitului pe profit.

5.3.3. Corelația dintre autofinanțare și repartizarea profitului

Între politica de autofinanțare și politica de repartizare a profitului există o strânsă legătură. Acordarea de dividende mai mari sau mai mici influențează nemijlocit asupra mărimii fondului de rezervă și, prin urmare, asupra autofinanțării. Acordarea de dividende mai mari acționarilor are drept efect pozitiv păstrarea încrederii și fidelității lor față de societate, însă micșorează posibilitățile de autofinanțare.

Beneficiul unei societăți comerciale pe acțiuni, fie că se distribuie sub formă de dividende, fie că se constituie fond de rezervă (posibilități de autofinanțare) este proprietatea acționarilor. De aceea, **politica față de repartizarea profiturilor este, în ultimă instanță, o politică de lichiditate:** dacă se constituie fond de rezervă, cresc lichiditățile întreprinderii și deci posibilitățile de autofinanțare; repartizări de dividende mai mari conduc la micșorarea lichidităților și deci a posibilităților de autofinanțare.

Din punct de vedere al repartizării profiturilor sub forma dividendelor, se conturează două curente: acționari care preferă dividende sporite pentru consum imediat și care, practic, sunt în dezacord cu politica conducerii societății comerciale de autofinanțare ca mijloc de creștere economică; acționari care preferă plasarea dividendelor în noi acțiuni ale societății comerciale, în speranța unor profituri viitoare consistente, fără a pierde, totodată, posibilitatea obținerii de lichidități imediate, putând vinde la bursă acțiunile pe care le dețin.

În situația nerepartizării de dividende, într-un an sau altul, pot apărea nemulțumiri în masa acționariatului și care se pot concretiza în tendința de vânzare la bursă a acțiunilor. Dacă procesul de vânzare capătă amploare sau se generalizează, consecința este scăderea cursului acțiunilor la bursă. În această situație se creează două aspecte neplăcute:

a) imposibilitatea pentru societatea comercială de a efectua creșteri de capital prin emisiune de noi acțiuni din cauza cursului bursier scăzut. Cum prețul de emisiune al acțiunilor trebuie să se situeze între valoarea nominală și cursul zilei, un curs scăzut ar determina și un preț de emisiune scăzut, ceea ce ar fi neconvenabil pentru societate. Cu cât un curs este mai scăzut, cu atât mai multe acțiuni trebuie emise în vederea atingerii cifrei propuse de creștere a capitalului social, însă numărul crescut al acțiunilor atrage remunerații mai mari în viitor sub forma dividendelor. Prin urmare, dacă admitem că nivelul scăzut al cursului este o consecință a politicii de autofinanțare, se poate spune că aceasta face creșterea de capital mai costisitoare;

b) cursul scăzut al acțiunilor, determinat de politica de autofinanțare și de dividende, atrage atenția investitorilor străini care, prin cumpărări masive la bursă în perioade optime, pot prelua controlul asupra societății comerciale.

5.4. Politica dividendelor

Dividendul reprezintă remunerația cuvenită unei acțiuni în decurs de un an și este singura formă de participare a acționarilor la împărțirea profiturilor societății comerciale pe acțiuni.

În principiu, orice deținător de acțiuni are dreptul de a primi dividende din partea societății, dar aceasta este autorizată să repartizeze dividende cu respectarea a două condiții:

⇒ să dispună de suficient profit, astfel ca distribuirea de dividende să nu afecteze substanța societății, adică să nu micșoreze capitalizarea bursieră permanentă a societății. Suma dividendelor să nu depășească totalul profitului afectat acestei destinații;

⇒ distribuirea de dividende să nu afecteze lichiditatea financiară a societății comerciale, pentru a nu pune în pericol siguranța creditorilor săi ale căror creanțe devin scadente.

Distribuirea de dividende, cu regularitate, este o politică sănătoasă și de dorit a oricărei societăți comerciale, întrucât are drept consecințe formarea unui acționariat fidel care, fiind mulțumit de regularitatea și cuantumul dividendelor primite, va avea tendința să păstreze acțiunile, să nu le vândă, văzând în ele plasamente avantajoase. În același timp, ca urmare a acelorași cauze, cererea pe piața bursieră de asemenea acțiuni crește, întrucât și alți investitori ar dori să dețină astfel de acțiuni. Jocul cererii și al ofertei va acționa în sensul creșterii cursului acțiunilor, deci a valorii de piață a întreprinderii înseși, ceea ce reprezintă un obiectiv strategic al oricărui investitor.

Prin urmare, cu toate că politica de distribuire de dividende reduce sursele de autofinanțare, totuși se poate atinge deziderатul strategic de maximizare a valorii întreprinderii, adică creșterea bogăției acționarilor.

Societățile comerciale pe acțiuni nu sunt obligate juridic să distribuie dividende în fiecare an, fapt pentru care ele pot adopta în anumiți ani o politică de reducere sau suspendare a plății dividendelor în favoarea unei politici de autofinanțare. Politica de reducere sau suspendare temporară a plății dividendelor se poate atenua dacă întreprinderea are posibilitatea obținerii unor credite pe termen mijlociu sau lung în condiții avantajoase, dar pericolul lipsei de autonomie față de creditori crește.

Când o societate decide să distribuie dividende, întocmește o **declarație de dividend** prin care avizează pe acționari că urmează să aibă loc o distribuire, stabilindu-se data plății dividendelor și data până la care se face înregistrarea acționarilor.

Declarația de dividend este anunțul formal făcut de societatea pe acțiuni că urmează să distribuie dividende, adică documentul prin care SA se obligă să verse valoarea dividendelor declarate. Din acest moment apare obligația plății, ca pasiv al societății, iar contabil aceasta se realizează astfel:

Beneficii nerepartizate libere	=	Dividende de plată

Înregistrarea acționarilor este o operațiune necesară, întrucât în cursul anului expirat acțiunile au putut să aibă o circulație liberă, să fie vândute și cumpărate, prin urmare să-și schimbe proprietarii. Or, îndreptățiți a primi dividend sunt numai deținătorii de acțiuni, care se înregistrează în acest scop în registrul acționarilor.

În momentul înregistrării societatea nu-şi asumă nici o obligație formală cu privire la cuantumul dividendului şi nu operează nici o înregistrare în contabilitate.

Între data publicării declarației de dividend şi data înregistrării acționarilor prețul acțiunilor pe piață crește; el se stabilește la înțelegere între vânzători şi cumpărători ținând cont însă de perspectiva imediată a încasării dividendului. După înregistrare, prețul (cursul) acțiunilor revine la cel normal, întrucât dreptul de dividend revine numai celui care a înregistrat acțiunile, nu ultimului posesor.

Când se face plata propriu-zisă a dividendelor, la data anunțată în declarație de dividend, se operează în contabilitate astfel:

Dividende de plată	=	Casa

5.4.1. Tipuri de politică a dividendelor

În practica societăților comerciale pe acțiuni s-au conturat trei tipuri de politică a dividendelor: politica reziduală, politica ratei constante şi politica sumei constante.

Politica reziduală de dividend constă în distribuirea drept dividend a unei sume care rămâne disponibilă după acoperirea nevoilor de finanțat. La sfârşitul exercițiului financiar societatea comercială îşi determină volumul total al surselor proprii şi asimilate ce pot fi mobilizate în exercițiul viitor, la care adaugă volumul împrumuturilor avantajoase de care poate beneficia sau eventualele creşteri de capital avute în vedere în perioada dată. Din suma totală obținută se scade valoarea proiectelor pe care dorește să le finanțeze, iar ceea ce rămâne se distribuie sub formă de dividend.

Rezultă că drept sursă de plată a dividendelor poate figura, alături de beneficiu, şi alte resurse precum cele provenite din credite bancare obținute în condiții avantajoase sau eventuale creşteri de capital, denumite generic surse adiționale.

Justificarea utilizării unor asemenea resurse pentru plata dividendelor rezidă, **pe de o parte,** din avantajele ce le-ar putea obține societatea comercială ca urmare a satisfacerii regulate a exigențelor de remunerație ale acționarilor (acționariat fidel, stabilitatea şi chiar tendința de creştere a cursului acțiunilor, deci a capitalizării bursiere a societății), **pe de altă parte,** o asemenea decizie de distribuire şi plată a dividendelor este de natură să ducă la sporirea credibilității societății în relația cu partenerii de contracte economice care nu pot să nu aprecieze fermitatea societății pe linia îndeplinirii obligațiilor asumate, ceea ce duce la creşterea cifrei de afaceri şi, pe această bază, la îmbunătățirea tuturor indicatorilor de eficiență, inclusiv recuperarea şi rambursarea surselor adiționale folosite pentru plăți de dividende în exercițiile anterioare.

Politica ratei constante presupune aplicarea de către societatea comercială, an de an, a unei proporții fixe a dividendelor în raport cu beneficiul total. Stabilirea unei proporții constante a dividendelor creează o anumită siguranță acționarilor privind remunerația, indiferent de politica de autofinanțare dusă de societate. În

același timp, politica ratei constante nu exclude variația sumei absolute a dividendelor anuale, întrucât acestea depind de masa profitului realizat în fiecare an.

Politica sumei constante presupune obligația asumată de societatea comercială de a acorda drept dividend o sumă fixă pentru fiecare acțiune deținută de acționari. Această politică asigură venituri constante acționarilor, chiar în cazul nerealizării de către societatea comercială a unor beneficii la nivelul anilor anteriori și când este necesară apelarea la surse adiționale.

Cea mai mare parte a societăților pe acțiuni se orientează către o politică de stabilitate a sumei absolute a dividendelor sau a ratei, cu tendința de creștere ușoară de la un an la altul. O astfel de politică a dividendelor nu numai că dă satisfacție acționarilor, păstrând fidelitatea acestora față de societate, dar, totodată, are rolul de a crea un bun renume în raport cu partenerii de afaceri și cu banca.

5.4.2. Indicatorii politicii de dividend

Pentru urmărirea politicii dividendelor duse de o societate pe acțiuni, pentru a crea posibilitatea comparării cu alte unități similare sau pentru a scoate în evidență performanțele diverselor unități în ceea ce privește politica dividendelor, se pot utiliza diverși indicatori, fiecare scoțând în evidență, cu precădere, un aspect sau altul.

Pentru ilustrare vom lua exemplul unei societăți comerciale pe acțiuni care dispune de un capital social de 1200000, format din:

- număr de acțiuni emise 500
- valoarea nominală a unei acțiuni 2400
- cursul unei acțiuni 3700
- capitalizarea bursieră 1850000

și prezintă următorul bilanț

Bilanț

Activ		*Pasiv*	
- Active imobilizate materiale	1000000	- Capital social	1200000
- Active imobilizate nemateriale	50000	- Fond de rezervă	400000
- Active imobilizate financiare	450000	- Beneficiu liber nerepartizat	300000
- Active circulante	1190000	- Provizioane	50000
		- Fond de amortizare	120000
		- Datorii la termen	80000
		- Datorii termen scurt	300000
		- Dividende de plată	240000
Total activ	2690000	Total pasiv	2690000

Pe baza informațiilor prezentate mai sus se pot calcula următorii indicatori ai politicii de dividend:

$$(1)\quad \frac{\text{Dividend pe}}{\text{acțiune}} = \frac{\text{Dividende de plată}}{\text{Nr. acțiunilor emise}} = \frac{240000}{500} = 480$$

Indicatorul marchează suma absolută a dividendelor care se distribuie pentru o acțiune deținută. Valoarea acestui indicator este interesantă, atât pentru acționar, care, cunoscând cu certitudine sumele ce-i vor fi vărsate de către societate, își poate proiecta propriul buget de familie, cât și pentru bonitatea societății comerciale, întrucât o politică fermă de dividende consistente atrage interesul investitorilor potențiali de a cumpăra astfel de acțiuni, dar și încrederea partenerilor de contracte economice.

Deși cu mare expresivitate economică, indicatorul dividend/acțiune nu exprimă integral forța societății comerciale respective, mărimea sa depinzând nu atât de rentabilitatea obținută, cât de profitul afectat distribuirii de dividend, de politica de autofinanțare promovată sau de mărimea surselor adiționale utilizate.

$$(2)\quad \frac{\text{Rata distribuirii}}{\text{dividendelor}} = \frac{\text{Dividende de plată}}{\text{Profitul net}} = \frac{240000}{300000} = 80\%$$

Acest indicator semnalează incisivitatea politicii de distribuire a dividendelor și este relativ opus politicii de autofinanțare și invers proporțional cu gradul de capitalizare. Un grad ridicat de distribuire a dividendelor - cum este cazul în exemplul de mai sus - nu înseamnă în toate situațiile o autofinanțare redusă, pentru aceasta trebuind să se țină seama de incidența politicii de amortizare, dar semnifică în mod cert o preocupare mai mică pentru capitalizare. Indicatorul nu oferă informații privind volumul absolut al dividendului cuvenit acționarilor, acesta din urmă depinzând de masa totală a profitului: un profit mare conjugat cu o rată de distribuire redusă poate conduce la un dividend mai consistent decât în cazul unui profit mic, căruia i se aplică o rată de distribuire ridicată.

$$(3)\quad \frac{\text{Randamentul}}{\text{pe acțiune}} = \frac{\text{Dividend / acțiune}}{\text{Cursul acțiunii}} = \frac{480}{3700} = 12{,}97\%$$

Randamentul/acțiune este un indicator cu puternică expresivitate economică, de mare interes pentru acționari întrucât, fiind calculat la valoarea de piață a acțiunilor, semnifică o rentabilitate autentică a capitalului plasat în acțiuni, respectiv de valorificare a capitalului. Fiecare acționar, cunoscând mărimea indicatorului, poate

decide dacă păstrează în continuare sau vinde acțiunile. Randamentul / acțiune de 12,97% poate fi comparat cu randamentul ce s-ar putea obține în alte investiri, inclusiv în depozite la bănci sau în obligațiuni, urmând ca decizia să se ia în consecință.

Interesantă este constatarea că creșterea cursului acțiunilor la bursă, prin urmare un câștig în capital, atrage inevitabil scăderea randamentului / acțiune. O asemenea diminuare a randamentului nu poate fi considerată ca un fenomen negativ, întrucât creșterea cursului bursier este, în bună măsură, și un rezultat al politicii de dividend, iar câștigul în capital poate fi mai atractiv decât câștigul în remunerația capitalului. Pe de altă parte, scăderea sau creșterea valorii indicatorului randament/acțiune poate fi independentă de masa dividendului distribuit pe o acțiune.

$$(4) \quad \text{Beneficiul pe acțiune} = \frac{\text{Profitul net total}}{\text{Nr. de acțiuni}} = \frac{300000}{500} = 600$$

Beneficiul/acțiune reprezintă îmbogățirea practică a acționarilor în cursul unui an pentru că profitul, fie că se distribuie ca dividend, fie că se capitalizează, reprezintă tot averea acționarilor. Indicatorul nu reprezintă însă un flux financiar, în sensul că nu întregul beneficiu se repartizează ca dividend, dar este un element esențial pentru aprecierea valorii de piață a acțiunilor.

În exemplul nostru, diferența mică ce există între indicatorii 1 și 4 arată că cea mai mare parte a profitului se distribuie drept dividend (480), în timp ce numai 120 se afectează capitalizării:

$$(5) \quad \text{Rentabilitatea capitalului investit în acțiuni} \rightarrow \frac{\text{Profitul net}}{\text{Capital social}} = \frac{300000}{1200000} = 25\%$$

$$\rightarrow \frac{\text{Beneficiul / acțiune}}{\text{Valoarea nominală}} = \frac{600}{2400} = 25\%$$

Indicatorul are relevanță, întrucât dividendul se calculează și se varsă de societate la valoarea nominală a acțiunilor, în speță la capitalul social și atunci este important de cunoscut cât reprezintă profitul față de capitalul social. Cu cât indicatorul are o valoare mai mare, cu atât este mai bun în sensul folosirii eficiente a capitalului social.

În exemplul nostru, indicatorul are valoarea de 25%, ceea ce nu poate fi apreciat decât pozitiv, întrucât în 4 ani se recuperează valoarea capitalului social pe seama beneficiului net.

În acest stadiu al prezentării este instructivă comparația dintre următorii indicatori:

$$\frac{\text{Beneficiul / acțiune}}{\text{VN}} = \frac{600}{2400} = 25\%$$

$$\frac{\text{Beneficiul / acțiune}}{\text{Curs}} = \frac{600}{3700} = 16{,}21\%$$

$$\frac{\text{Dividend pe acțiune}}{\text{VN}} = \frac{480}{2400} = 20\%$$

$$\frac{\text{Dividende / acțiune}}{\text{Curs}} = \frac{480}{3700} = 12{,}97\%$$

$$(6) \qquad \text{Coeficientul de capitalizare (PER)} = \frac{\text{Cursul acțiunilor}}{\text{Beneficiul / acțiune}} = \frac{3700}{600} = 6{,}16\%$$

Coeficientul de capitalizare, denumit şi multiplu de capitalizare (Price Earning Ratio - PER) este tot mai utilizat pe plan internațional şi exprimă valoarea întreprinderii pe baza numărului de ani de beneficii, adică în câți ani investitorul recuperează valoarea de piață a acțiunilor sale fără a-şi propune obținerea lichidității financiare efective: În exemplul nostru, acționarul recuperează valoarea de piață a acțiunilor sale în 6 ani şi 57 zile [6 ani + (0,16 × 360)], după care poate rămâne acționar exclusiv din câştigul obținut.

$$(7) \qquad \text{Activul net pe acțiune} = \frac{\text{Activul net}}{\text{Nr. de acțiuni emise}} = \frac{2070000}{500} = 4140$$

Acest indicator reprezintă estimarea contabilă a valorii unei acțiuni, care este un rezultat al activității trecute, în timp ce valoarea financiară a unei acțiuni pune accentul pe fluxurile viitoare de venit (dividende + valoarea reziduală).

Dacă, spre exemplu, cursul unei acțiuni este mai ridicat decât valoarea indicatorului Activ net / acțiune, valoarea financiară (de piață) a întreprinderii este mai mare decât valoarea contabilă. În exemplu nostru valoarea bursieră a unei acțiuni (3700) < valoarea contabilă (4140), de unde rezultă o supraevaluare a activelor întreprinderii comparativ cu prețul ce s-ar putea obține în cazul vânzării lor.

$$(8) \qquad \text{CAF}_p \text{ / acțiune} = \frac{\text{CAF potențială}}{\text{Nr. acțiunilor emise}} = \frac{470000}{500} = 940$$

Capacitatea de autofinanțare/acțiune este un indicator care poate explica de ce indicatorul Beneficiul/acțiune este slab. În asemenea cazuri, explicația poate fi că s-a constituit un fond mare de amortizare (ca sursă de autofinanțare) care a făcut să crească costurile de producție și deci să scadă beneficiul net.

În exemplul nostru, CAFp / acțiune (940) > beneficiul/acțiune (600), adică se înscrie în interpretarea făcută în aliniatul precedent:

$$(9) \qquad CAF_r / \text{acțiune} = \frac{\text{CAF reală}}{\text{Nr. de acțiuni emise}} = \frac{230000}{500} = 460$$

Capacitatea de autofinanțare reală semnifică efortul net total pentru creșterea economică având, din acest punct de vedere, cea mai mare însemnătate pentru întreprindere, dar și pentru partenerii de afaceri și bănci. În exemplul nostru indicatorul CAFr/acțiune (460) este foarte apropiat de indicatorul Dividend/acțiune (480), ceea ce exprimă echilibrul dintre politica de distribuire a dividendelor și politica de autofinanțare.

Toți indicatorii prezentați exprimă rezultate și procese reale, fapt pentru care pot sta în atenția analiștilor din întreprinderi, în atenția acționarilor, a băncii sau a unor parteneri de afaceri și participanți la operațiuni bursiere.

5.4.3. Formele dividendelor

Dividendele distribuite de către societățile comerciale pe acțiuni pot îmbrăca 3 forme: în bani, în natură și în acțiuni. Cea mai răspândită **formă de acordare este, desigur, în bani,** ca urmare a operativității cu care se desfășoară operațiunile de casă. Această formă este convenabilă atât acționarilor, care-și obțin câștigurile direct și imediat, cât și pentru societatea comercială (rapiditate, costuri reduse) dar presupune, inevitabil, apariția unor fluxuri financiare negative. În consecință, societatea va aplica această formă de dividend cu condiția de a nu micșora prea mult volumul lichidității, pentru a nu pune în pericol situația creditorilor.

Distribuirea de **dividende în acțiuni** este o practică a societăților comerciale care doresc să-și protejeze lichiditățile sau nu dispun realmente de astfel de lichidități pentru a face plata în bani.

În astfel de situații se emit noi acțiuni, distribuindu-se fiecărui acționar corespunzător volumului dividendelor datorate. Acțiunile noi sunt de aceeași categorie cu cele vechi, pe care acționarii le dețineau și până atunci. Acționarii care primesc acțiuni în loc de dividend le pot păstra sau le pot vinde la bursă, procurându-și astfel lichiditățile de care au nevoie.

Plata dividendelor în acțiuni este o metodă avantajoasă pentru că societatea reduce fluxurile negative, își conservă lichiditățile existente și, totodată, se obține și o creștere a capitalului social. Sub aspect contabil operațiunea se derulează astfel:

⇒ Beneficii libere nerepartizate = Dividende de plată în acțiuni

⇒ Dividende de plată în acțiuni = Capital social (acțiuni emise și vărsate)

Distribuirea de dividende în natură este o formă mai rar întâlnită, se aplică cu acordul acționarilor și numai în cazurile când societățile comerciale produc și desfac mărfuri de interes pentru acționarii proprii, cum ar fi combustibili, cherestea, materiale de construcție etc. Avantajul pentru societatea comercială: nu-și micșorează lichiditățile și realizează, concomitent, o creștere corespunzătoare a cifrei de afaceri. Pentru acționari avantajele constau în acoperirea unor nevoi de consum individual sau gospodăresc la prețuri avantajoase, care nu includ rabatul comercial.

5.5. Distribuirea dividendelor

Distribuirea de dividende de către societățile comerciale pe acțiuni este o operațiune periodică, care concretizează dreptul acționarilor la remunerarea capitalului plasat în acțiuni.

Dacă toate acțiunile emise de o societate comercială sunt cu drept de vot (ordinare), mărimea dividendelor și randamentul vor fi egale pentru toate acțiunile: profitul total afectat distribuirii de dividende se împarte la numărul acțiunilor rezultând indicatorul dividend/acțiune; apoi, raportând dividendul/acțiune la curs, se obține randamentul capitalului plasat în acțiuni.

În cazul că societatea comercială a emis, pe lângă acțiuni ordinare și acțiuni cu drepturi prioritare de dividend (acțiuni cu privilegii), distribuirea dividendelor se face diferit, în funcție de caracteristicile acțiunilor.

5.5.1. Acțiuni cu privilegiul de dividend

Acțiunile cu privilegiul de dividend sau cu drept prioritar de dividend au avantajul siguranței încasării dividendului, chiar în cazul că profitul total afectat distribuirii nu ajunge pentru remunerarea tuturor acțiunilor. Cu alte cuvinte, aceste acțiuni vin primele în ordinea de remunerare; dacă mai rămâne profit, și cât rămâne, se împarte drept dividend celorlalte categorii de acțiuni, care n-au privilegiul de dividend.

La prima vedere s-ar părea că deținătorii acțiunilor cu privilegiul de dividend sunt avantajați față de ceilalți acționari și că este inechitabil ca unii acționari să primească în mod sigur dividende, în timp ce alții vor primi numai în măsura în care mai rămâne profit după prima distribuire.

În realitate nu se poate vorbi de o inechitate sau dezavantaje ale unor acționari față de alții, în primul rând, pentru că acționarii sunt proprietarii întreprinderii, iar consiliul de administrație, fiind ales, salariat și revocabil de către adunarea generală, n-ar putea desfășura o activitate potrivnică unora dintre acționari. În al doilea rând, excluderea oricărei inechități rezidă din faptul că acționarii înșiși sunt cei care optează asupra tipului de acțiuni pe care doresc să le obțină; ei sunt aceia care decid să cumpere acțiuni ordinare sau acțiuni cu privilegii, așa încât n-au motive să protesteze ulterior sau să fie nemulțumiți. Societatea comercială nu face decât să ofere spre vânzare acțiuni cu caracteristici cerute de potențialii cumpărători.

În procesul distribuirii, din masa totală a profitului afectat acționarii pot obține randamente diferite, în funcție de categoria de acțiuni deținută: acționarii care posedă acțiuni cu privilegiul de dividend obțin în mod sigur randamentul prevăzut ca privilegiu, în timp ce deținătorii acțiunilor ordinare (cu drept de vot) pot obține randamente mai mici, egale sau mai mari decât cele cuvenite acțiunilor privilegiate.

Pentru a ilustra cele arătate mai sus, vom presupune o societate comercială pe acțiuni, cu un capital social de 5000000, format din:

- 2000 acțiuni categoria A, cu VN = 1 000,
  cu privilegiul de dividend de 10% 2000000
- 600 acțiuni categoria B, fără VN, cu drept de vot.....3000000

Total capital social 5000000

În ultimii 3 ani, adunarea generală a acționarilor a decis să afecteze profit pentru distribuiri de dividende, după cum urmează: anul N-3 290000; anul N-2 500000, anul N-1 740000.

Practic, distribuirea dividendelor în cei 3 ani, pentru cele două categorii de acțiuni, s-a realizat în felul următor:

Anul N-3; profit = 290000

- pentru acțiunile din categoria A s-a distribuit un dividend egal cu 10% din capitalul social (la nivelul privilegiului);

  2000000 x 10% = 200000
- pentru acțiunile din categoria B s-a distribuit ceea ce a mai rămas din profitul afectat:

  290000 - 200000 = 90000

Randament → Acțiuni categoria A: $\frac{200000}{2000000} = 10\%$

Randament → Acțiuni categoria B: $\frac{90000}{3000000} = 3\%$

Anul N-2: profit = 500000

- pentru acțiunile din categoria A s-a distribuit 10% din capitalul social, adică 200000, la nivelul privilegiului, ca și în anul N-3;
- pentru acțiunile din categoria B s-a distribuit ceea ce a rămas din profitul afectat, adică: 500000-200000 = 300000

Randament → Acțiuni categoria A: $\frac{200000}{2000000} = 10\%$

Randament → Acțiuni categoria B: $\frac{300000}{3000000} = 10\%$

Anul N-1: profit = 740000

- pentru acțiunile din categoria A s-a distribuit tot 10% din capitalul social, **adică 200000**, la nivelul privilegiului de dividend;
- pentru acțiunile din categoria B s-a distribuit restul, adică 540000 (740000-200000).

Randament → Acțiuni categoria A: $\frac{200000}{2000000} = 10\%$

Randament → Acțiuni categoria B: $\frac{540000}{3000000} = 18\%$

Recapitulare

Tabelul nr. 10

	Acțiuni categoria A		*Acțiuni categoria B*	
	Dividend	*Randament*	*Dividend*	*Randament*
Anul N-3; profit=290000	200000	10%	90000	3%
Anul N-2; profit=500000	200000	10%	300000	10%
Anul N-1; profit=740000	200000	10%	540000	18%

Deținătorii acțiunilor din categoria A au fost remunerați cu prioritate și în mod stabil, în cei 3 ani, la nivelul privilegiului, cu câte 200000, randament constant 10%, dar n-au putut obține sporirea randamentului în anul al 3-lea, când a existat un profit mare.

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITY LIBRARY

Deținătorii acțiunilor din categoria B au obținut în anul N - 3 un randament de doar 3%, dar în anul al 3-lea, când profitul a fost mare, au atins randamentul de 18%.

Rezultă că acțiunile cu privilegiul de dividend prezintă nu numai avantaje, ci și inconveniente: avantajele constau în siguranța și stabilitatea remunerației capitalului, dar nu permit creșterea randamentului peste cel prevăzut în privilegiul de dividend. Spre deosebire de acestea, acțiunile fără privilegiul de dividend (ordinare) nu prezintă stabilitatea și siguranța remunerației, dar creează posibilitatea sporirii randamentului pentru cazurile când există suficient profit afectat.

În ultimă analiză, deținerea de acțiuni ordinare sau cu privilegii exprimă atitudinea față de risc a acționarilor: cine nu vrea să riște, sau nu poate s-o facă, achiziționează acțiuni cu privilegiul de dividend, care-i aduc venituri sigure, dar fără a putea să le sporească; cine vrea să riște, și-și poate permite, cumpără acțiuni cu drept de vot (ordinare) care, în anii cu profituri mari, pot să-i aducă randamente oricât de mari, în schimb, în anii slabi, poate obține randamente scăzute sau nule.

5.5.2. Acțiuni cu privilegiul de dividend cumulativ

În cazul că societatea comercială nu distribuie dividende într-un an sau altul, dividendele nedistribuite sunt pierdute definitiv pentru toate categoriile de acțiuni, cu excepția acțiunilor care au privilegiul de dividend - cumulativ, pentru care se păstrează dreptul de a primi dividend retroactiv, în primul an când se efectuează distribuiri, pentru toți anii în care nu s-au făcut distribuiri.

Dividendele nedistribuite în anii anteriori se țin în obligo, dar nu constituie o datorie pentru societatea comercială decât atunci când decide să efectueze o nouă distribuire de dividende. În aceste cazuri, dividendul restant se distribuie cu prioritate, apoi, în limita profitului destinat distribuirii, urmează a fi retribuite acțiunile cu privilegiul de dividend și, în final, acțiunile ordinare.

Pentru exemplificare, luăm cazul unei societăți comerciale pe acțiuni care a emis 3 categorii de acțiuni, cu un capital social de 5750000:

- 1 500 acțiuni categoria A, fără VN, cu privilegiul de vot.....750000
- 2 000 acțiuni categoria B, fără VN, cu privilegiul de dividend cumulativ de 210/acțiune.....3800000
- 1 000 acțiuni categoria C, fără VN, cu privilegiul de dividend de 120/acțiune.....1200000

Total capital social 5750000

Presupunem că în ultimii 2 ani nu s-au distribuit dividende. În anul N adunarea generală a acționarilor ia în discuție trei variante privind suma profitului ce urmează să fie afectat distribuirii de dividende: 800000, 1240000 și 1650000.

În vederea luării unei decizii, consiliul de administrație prezintă adunării generale modul cum s-ar realiza distribuirea dividendelor, în cele 3 variante, pentru cele 3 categorii de acțiuni.

Varianta 1 - Profit = 800000

- pentru că în ultimii 2 ani nu s-au distribuit dividende, pentru acțiunile din categoria B s-au acumulat "dividende reținute":

$$2000 \text{ buc.} \times 210 \times 2 \text{ ani} = 840000$$

Suma de 800000 afectată distribuirii va fi utilizată în întregime pentru plata dividendelor cuvenite - din urmă - acțiunilor din categoria B, fără a putea satisface integral datoria restantă (-40000).

- acțiunile din categoriile A și C nu se remunerează deloc.

Varianta 2 - Profit = 1240000

- Prima tranșă va fi utilizată pentru plata retroactivă a dividendelor cuvenite acțiunilor din categoria B, rămânând suma de 400000.

$$1240000 - (2000 \times 210 \times 2) = 400000$$

- A doua tranșă, respectiv suma rămasă de 400000, se distribuie proporțional pentru plata dividendelor cuvenite acțiunilor din categoriile B și C, care au privilegiul de dividend, fără a putea satisface integral obligațiile respective:

	Dividend cuvenit	*Dividend plătit*	*%*
2000 acțiuni categoria B × 210	420000	311111	
1000 acțiuni categoria C × 120	120000	88889	
	540000	400000	(74,07%)

- Acțiunile din categoria A nu se remunerează deloc.

Varianta 3 - Profit = 1650000

- Prima tranșă se utilizează pentru acoperirea retroactivă a dividendelor cuvenite acțiunilor din categoria B: 2000 buc × 210 × 2 ani = 840000
- Tranșa a doua acoperă integral dividendul curent cuvenit acțiunilor din categoriile B și C, care au privilegiul de dividend:

acțiuni categoria B → 2 000 × 210 = 420000
acțiuni categoria C → 1 000 × 120 = 120000
540000

- Ceea ce rămâne după plata dividendelor cuvenite acțiunilor din categoriile B și C (1650000 - 840000 - 540000 = 270000) se distribuie ca dividend acțiunilor din categoria A, care au drept de vot.

BUCHAREST UNIVERSITY LIBRARY

Recapitulare:

Tabelul nr. 11

	Capital social	*Dividend*	*% anual*
Acţiuni categoria A - 1 500 buc.	750000	270000	12
Acţiuni categoria B - 2 000 buc.	3800000	1260000	11,05
Acţiuni categoria C = 1 000 buc.	1200000	120000	3,33
	5750000	1650000	-

5.5.3. Acţiuni cu privilegiul de dividend şi de participaţie

Privilegiul de participaţie poate fi ataşat numai pe acţiunile cu privilegiul de dividend şi permite acţionarului să primească un dividend adiţional la cel cuvenit acţiunilor cu privilegiul de dividend, cu condiţia ca suma totală a profitului afectat acestei destinaţii să fie satisfăcătoare pentru a permite deţinătorilor de acţiuni fără privilegiul de dividend să primească echivalentul în procente, faţă de capitalul subscris şi vărsat.

Avantajul acţiunilor cu privilegiul de participaţie rezultă din faptul că deţinătorul poate participa în mai mare măsură la repartizarea profiturilor, eliminându-se inconvenientul acţiunilor cu privilegiul de dividend de a nu-şi putea spori randamentul peste cel prevăzut în privilegiu.

Concretizăm cele prezentate mai sus. O societate comercială pe acţiuni deţine două categorii de acţiuni, cu un capital social de 550000, astfel:

- 2000 acţiuni categoria A, fără VN, cu privilegiul de dividend de 24 lei/acţiune şi cu participaţie integrală 400000
- 1000 acţiuni categoria B, fără VN, cu drept de vot 150000

Total capital social 550000

Adunarea generală a acţionarilor ia în discuţie 3 variante privind suma totală a profitului care să fie afectată distribuirii de dividend: 40000, 60000 şi 90000. Consiliul de administraţie informează adunarea generală asupra modului cum s-ar efectua distribuirea dividendelor, în cele 3 variante, pentru cele două categorii de acţiuni.

Varianta 1 → Profit = 40000

- Se satisface parţial plata dividendelor cuvenite acţiunilor din categoria A, care au privilegiul de dividend, rămânând o diferenţă de 8000, care nu se poate onora: $40000 - (2000 \times 24) = -8000$
- Acţiunile din categoria B nu se remunerează.

Varianta 2 → profit = 60000

- Prima tranșă din profit se utilizează pentru plata dividendelor cuvenite acțiunilor din categoria A care au privilegiul de dividend: 2000 x 24 = 48000
- Ceea ce rămâne (60000 - 48000 = 12000) se distribuie ca dividend acțiunilor din categoria B pentru ca și acestea să ajungă, treptat, la procentajul de dividend acordat acțiunilor din categoria A. Beneficiul rămas (12 000) nu este satisfăcător însă pentru atingerea acestui deziderat.

acțiuni categoria A: $\frac{48000}{400000} = 12\%$

acțiuni categoria B: $\frac{12000}{150000} = 8\%$

Varianta 3 → Profit = 90000

- Prima tranșă (48 000) se utilizează pentru plata dividendelor cuvenite acțiunilor din categoria A, care au privilegiul de dividend.

$$\text{Randament} = \frac{48000}{400000} = 12\%$$

- A doua tranșă (18000) se utilizează pentru remunerarea acțiunilor ordinare, ca și acestea să atingă randamentul, stabilit prin privilegiu, al acțiunilor din categoria A.

$$\text{Randament} = \frac{18000}{150000} = 12\%$$

- Ceea ce rămâne (90000 - 48000 - 18000 = 24000) se împarte, în aceeași proporție, pentru cele două categorii de acțiuni, în vederea menținerii unui randament egal: 17454 pentru acțiuni categoria A și 6546 pentru acțiuni categoria B.

Recapitulare:

Tabelul nr. 12

Varianta 3 → Profit = 90000	*Capital social*	*Dividend*	*% anual*
Acțiuni categoria A - 2 000 buc.	400000	48000 + 17454	16,36
Acțiuni categoria B - 1 000 buc.	150000	18000 + 6546	16,36
	550000	90000	16,36

Concluzie. Acțiunile cu privilegiul de participație elimină inconvenientul pe care-l au acțiunile cu privilegiul de dividend și anume, acela de a nu-și putea spori randamentul. În cazul că există profit suficient, acțiunile cu privilegiul de dividend și de participație pot fi remunerate peste dividendul prioritar, astfel încât să se mențină la același randament cu acțiunile ordinare. În exemplul de mai sus (varianta 3), acțiunile cu privilegiul de dividend de 24 lei/acțiune au putut, ca urmare a participației, să-și sporească randamentul de la 12%, la 16,36% și să egaleze randamentul acțiunilor ordinare.

5.6. Plata dividendelor și sursele de plată

Plata dividendelor se hotărăște de adunarea generală a acționarilor. Se poate prevedea acordarea, la început, a unui dividend minimal, care să se ridice la un anumit procent în raport cu valoarea nominală a acțiunii și care ia denumirea de **primul dividend.** Dacă după satisfacerea repartizărilor mai rămân beneficii, acestea pot fi utilizate pentru majorarea primului vărsământ, constituind **supradividendul.** Distribuirea dividendelor se efectuează în cel mult nouă luni după încheierea exercițiului financiar. Există posibilitatea ca societatea să verse la începutul anului un acont asupra dividendelor, înainte de aprobarea bilanțului și a fixării definitive a cuantumului dividendelor.

Plata dividendelor poate avea drept sursă, fie profitul care nu se reinvestește, fie o finanțare adițională cum ar fi un credit bancar obținut în condiții avantajoase sau o emisiune de acțiuni. În primul caz, dividendul apare ca un rezultat al politicii reziduale de determinare a dividendelor, întrucât este vorba de beneficiul care rămâne după satisfacerea celorlalte destinații. În cazul al doilea, distribuirea dividendelor este o parte a politicii de finanțare.

Notăm:

V = volumul proiectelor de finanțat pentru anul în curs;

P = profitul obținut în exercițiul expirat;

D = volumul dividendelor de plată (nr. de acțiuni × dividend/acțiune);

A = finanțare adiționată (credit pe termen scurt obținut în condiții avantajoase, emisiune de acțiuni) (+) sau rambursarea de credite, restituiri de capital (-).

Folosind notațiile de mai sus rezultă: $\boxed{V = P - D \pm A}$

- Dacă societatea comercială pe acțiuni duce o politică reziduală de dividend, atunci: $\boxed{D = P - V}$ și $\boxed{A = 0.}$ Aceasta înseamnă că profitul + celelalte surse proprii sunt acoperitoare pentru finanțarea proiectelor avute în vedere și pentru plata dividendelor, nefiind nevoie să se apeleze la surse adiționale.
- Dacă profitul este prea mic pentru finanțarea proiectelor și pentru plata dividendelor [$P < (V + D)$], este necesară apelarea la surse adiționale. În acest caz:

$$V = P - D + A \rightarrow \begin{cases} D = P - V + A \\ A = V - P + D \end{cases}$$

• Dacă profitul este mai mare decât valoarea proiectelor de finanțat și dividendele de plată [P > (V + D)], atunci:

$$V = P - D - A \rightarrow \begin{cases} D = P - V - A \\ A = P - V - D \end{cases}$$

În acest caz se poate proceda la o răscumpărare de acțiuni pentru echilibrare sau se pot rambursa unele credite obținute anterior.

Volumul dividendelor de plată, determinat în cele trei situații de mai sus, se corectează cu cheltuielile ocazionate de emisiunea de acțiuni și cu impozitul pe dividende, rezultând plățile efective către acționari.

Exemplu practic. O societate comercială pe acțiuni dispune de un capital social de 750000, format din 3000 acțiuni ordinare, cu VN = 2500. Politica de dividend promovată: distribuirea unui dividend regulat, în sumă fixă de 150 lei/acțiune.

Valoarea proiectelor de finanțat și profitul realizat în ultimele trei exerciții au fost:

Anul	*Profitul*	*Valoarea proiectelor*
N - 3	1450000	1000000
N - 2	800000	500000
N - 1	1800000	1300000

În conformitate cu politica de dividend promovată în mod ferm, societatea comercială și-a asumat obligația de a plăti anual un dividend de:

$$3000 \text{ acțiuni} \times 150 = 450000$$

ceea ce reprezintă un randament al capitalului social de 6%.

$$\frac{\text{Dividend/acțiune}}{VN} = \frac{150}{2500} = 6\%$$

sau

$$\frac{\text{Nr. de acțiuni} \times \text{Dividend/acțiune}}{\text{Nr. acțiuni} \times VN} = \frac{450000}{7500000} = 6\%$$

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Anul N - 3: D = P - V; A = 0

$$\text{Dividendul de plată} = 1450000 - 1000000 = 450000$$

Societatea comercială, din profitul realizat, a acoperit integral costul proiectelor avute în vedere și volumul dividendelor de plată, nefiind obligată să apeleze la surse adiționale.

Anul N - 2: D = P - V + A; A = + 150000

$$\text{Dividendul de plată} = 800000 - 500000 + 150000 = \underline{450000}$$

În acest an societatea comercială a recurs la o finanțare adițională de 150000 pentru a-și onora obligațiile de dividend asumate.

Anul N - 1: D = P - V - A; A = - 50000

$$\text{Dividendul de plată} = 1800000 - 1300000 - 50000 = 450000$$

Ca urmare a realizării unui profit consistent, societatea comercială și-a acoperit costul proiectelor și obligațiile de dividend asumate, renunțând, totodată, la o finanțare adițională de 50000.

BCU IASI/CENTRU UNIVERSITAR

CAPITOLUL 6

Creşteri de capital

6.1. Constituirea, creşterea, reducerea şi amortizarea capitalului social

Constituirea capitalului social reprezintă prima fază de finanțare a unei societăți comerciale. Cea mai mare parte a întreprinderilor se organizează ca societăți de capital, adică societăți în care aportul de capital se face prin titluri liber negociabile care nu angajează responsabilitatea aducătorului decât pentru suma subscrisă.

Dintre societățile de capital cea mai răspândită este societatea anonimă pe acțiuni, care se caracterizează prin faptul că responsabilitatea acționarilor este limitată la suma participării lor la capitalul social. Acesta este divizat în acțiuni, care sunt titluri liber negociabile şi se eliberează în schimbul unui aport de numerar sau în cazul încorporării unor rezerve la capitalul social.

Alte tipuri de societăți comerciale: societatea în comandită pe acțiuni, societatea în comandită simplă, societatea comercială cu răspundere limitată, societatea comercială în nume colectiv şi întreprinderi unipersonale. Fiecare din aceste tipuri de societăți prezintă caracteristici proprii în ceea ce priveşte constituirea capitalului.

Societatea în comandită pe acțiuni cuprinde două feluri de asociați: comanditați şi comanditari. Primii răspund personal, solidar şi nemărginit cu întreaga avere prezentă şi viitoare pentru bunul mers al societății, în timp ce secunzii răspund numai până la concurența aportului lor de capital.

Societatea în comandită simplă se caracterizează prin divizarea capitalului social în părți sociale, suma acestora fiind înscrisă în bilanț pe două posturi distincte, în conformitate cu categoriile de asociați: ct. capital, pentru partea vărsată de comanditați şi ct. comandită pentru aportul adus de comanditari.

Societatea în nume colectiv se caracterizează prin divizarea capitalului în părți sociale, care nu sunt titluri negociabile şi nu pot fi cedate decât cu consimțământul tuturor asociaților. De fapt, asociații unor astfel de întreprinderi se constituie după diferite afinități, după încrederea reciprocă, fiind solidari față de toate obligațiile societății. Fiecare asociat, indiferent de mărimea părții sociale, este răspunzător solidar şi nemărginit față de obligațiile societății.

Societatea cu răspundere limitată este o unitate de un tip intermediar, între societatea de persoane (societatea în nume colectiv) și societățile de capital (societatea anonimă, societatea anonimă pe acțiuni), apropiindu-se de acestea din urmă mai ales în ce privește formalitățile de constituire și informațiile la care au dreptul asociații. Capitalul social este reprezentat de părți sociale, a căror cedare către terți trebuie aprobată de majoritatea asociaților. Responsabilitatea lor merge până la concurența aportului lor de capital.

6.1.1. Creșterea capitalului social

Creșterea capitalului social reprezintă o decizie financiară strategică și care este luată nu de serviciile financiare sau direcțiile financiare din întreprinderi, ci de conducerea acestora: adunarea generală a acționarilor sau consiliul de administrație. Creșteri de capital social au loc în cazuri de dezvoltare a activității sau de adoptare a unor proiecte noi, care urmăresc o creștere economică cu scopul multiplicării rentabilității.

Creșterea capitalului social marchează viabilitatea întreprinderii, faptul că lucrează rentabil și are un efect pozitiv asupra terților (bănci, parteneri de contracte) crescând încrederea acestora în întreprindere.

Operațiunea de creștere a capitalului social se poate realiza fie prin noi aporturi în numerar sau în natură ale acționarilor, fie prin încorporarea rezervelor sau conversiunea datoriilor.

6.1.2. Reducerea capitalului social

Reducerea capitalului social poate fi determinată de producerea anumitor pierderi ce n-au putut fi recuperate din rezerve, de distribuiri mari de dividende acționarilor sau de cumpărarea propriilor acțiuni de către societatea comercială. Oricare ar fi motivul reducerii, aceasta se hotărăște de adunarea generală extraordinară a acționarilor și se concretizează prin micșorarea capitalului social comparativ cu cel inițial. Modificarea mărimii capitalului trebuie înscrisă în Registrul comerțului și comunicată tuturor creditorilor întreprinderii.

Reducerea capitalului social **determinată de producerea unor pierderi** în patrimoniu. În funcție de mărimea pierderilor, adunarea generală trebuie să decidă asupra viitorului societății: dacă pierderile sunt mari, situându-se între 1/4 - 1/2 din capitalul social, se poate lua hotărârea de a dizolva întreprinderea; dacă se decide continuarea activității, societatea are posibilitatea, fie să reconstituie capitalul social prin încorporarea rezervelor până la primul bilanț, fie să-și reducă capitalul social în mod corespunzător, într-un termen determinat.

Reducerea capitalului social este justificată când societatea pierde o parte din substanţa sa şi are nevoie să facă apel la capitaluri proaspete. În această situaţie reducerea de capital social precede o creştere de capital. Pentru reducerea capitalului social se pot aplica trei procedee: scăderea valorii nominale a acţiunilor existente, reducerea numărului acţiunilor, sau combinarea celor două procedee.

Reducerea capitalului social **prin distribuiri către asociaţi**. Dacă se constată că dimensiunile societăţii comerciale şi cifra de afaceri realizată nu justifică mărimea capitalului social, se poate proceda la o diminuare a acestuia, prin distribuirea către acţionari a unei părţi a activelor întreprinderii, în principal a numerarului. Asemenea reduceri ale capitalului social nu sunt determinate de pierderi în patrimoniu şi sunt proceduri rare în viaţa întreprinderilor, printre altele şi pentru incidenţa fiscală asupra sumelor distribuite.

Pentru realizarea practică a acestor reduceri de capital se poate proceda în două variante: fie se restituie asociaţiilor o parte din valoarea nominală a acţiunilor (reducerea valorii nominale a acestora), fie se renunţă la o anumită parte din vărsămintele ce ar trebui făcute asupra capitalului subscris de acţionari.

Reducerea capitalului social **prin cumpărarea propriilor acţiuni** se poate realiza în trei feluri: fie că societatea comercială cumpără un număr de acţiuni în vederea anulării, fie că răscumpără unele acţiuni, atribuindu-le ulterior salariaţilor într-un termen de un an de la răscumpărare (când se urmăreşte atragerea salariaţilor ca acţionari), fie că societatea îşi cumpără propriile acţiuni la bursă în vederea regularizării cursului lor. Acest din urmă procedeu este aplicabil numai în cazul societăţilor cotate la bursă.

6.1.3. Amortizarea capitalului social

Operaţiunea de amortizare a capitalului social presupune restituirea către acţionari, înainte de data lichidării, a valorii nominale a acţiunilor lor, integral sau parţial, din rezervele constituite sau din beneficiu.

Restituirea capitalului social nu aduce, practic, nici o modificare a volumului acestuia înscris în statut şi în Registrul comerţului, întrucât sursa din care se face restituirea este beneficiul sau fondul de rezervă. Acţiunile amortizate integral sau parţial rămân în posesia acţionarilor ca „acţiuni de jouissance" pentru care se pierde dreptul la primul dividend, în măsura sumei amortizate; în schimb, se păstrează dreptul la supradividend, la bonificaţia de lichidare (când este cazul), de a lua parte la adunarea generală a acţionarilor şi de a subscrie preferenţial în cazul creşterilor de capital.

Ca şi reducerile de capital prin distribuiri către asociaţi, amortizarea capitalului social este o operaţiune rară, întrucât, făcându-se din rezerve sau din beneficiu, este impusă fiscal, ca şi dividendele.

6.2. Creşteri de capital prin noi aporturi în numerar

Orice constituire de societate comercială presupune un aport inițial de capital care permite începerea activității, efectuarea primelor cheltuieli de investiții și exploatare și, totodată, ca o condiție a apelării la credite bancare. Capitalul inițial al societății pe acțiuni este divizat în părți egale, concretizate în acțiuni, a căror valoare nominală este egală cu capitalul adus, supra numărul de acțiuni.

$$VN = \frac{\text{Capitalul adus de acționari}}{\text{Nr. de acțiuni create}}$$

Ulterior, numărul de acțiuni poate fi sporit prin noi aporturi în numerar, prin încorporarea rezervelor sau prin conversiunea datoriilor. Sporirea capitalului se realizează fie prin multiplicarea numărului acțiunilor, fie mărind valoarea nominală a acestora.

Creşterile de capital reprezintă un mijloc de finanțare prin fonduri proprii, ca și autofinanțarea. Deosebirea constă în faptul că, în timp ce autofinanțarea este, practic, o finanțare internă, realizată prin efortul propriu al societății comerciale, respectiv capitalizarea unei părți a beneficiului, creşterea de capital reprezintă o finanțare externă, prin fonduri proprii aduse din afara societății, de către acționari. Din acest punct de vedere creşterile de capital se aseamănă cu finanțarea prin îndatorare, care este tot o finanțare externă.

Creşterile de capital prin noi aporturi în numerar conduc la sporirea mijloacelor băneşti ale societăților comerciale, la creşterea lichidității financiare, spre deosebire de celelalte creşteri de capital - prin încorporarea rezervelor și conversiunea datoriilor - care nu fac altceva decât să modifice structura juridică a pasivului.

Creşterile de capital reprezentând aport de lichidități se mai pot analiza și ca vânzări de acțiuni. În schimbul disponibilităților lor băneşti acționarii primesc acțiuni care le conferă dreptul de dividend, dreptul de vot, dreptul de coproprietari. Cumpărarea de acțiuni reprezintă o investiție pentru acționari, ei aşteptând o rentabilitate viitoare sub forma dividendelor sau o sporire a capitalului ca urmare a creşterii cursului acțiunilor pe piață.

Creşterile de capital, indiferent de forma în care au loc, conduc la întărirea fondului de rulment al societății și deci la întărirea echilibrului financiar întrucât creşterea capitalului permanent determinată de sporirea capitalului social nu este însoțită imediat de o sporire a activelor imobilizate. Această ameliorare a fondului de rulment este însă tranzitorie pentru că ulterior fondurile se investesc și în active imobilizate. În cazul aportului în natură de noi capitaluri, sub forma unor active imobilizate, fondul de rulment rămâne inițial nemodificat, ceea ce nu înseamnă că nu va trebui majorat mai târziu, corespunzător creşterii activelor imobilizate.

O altă consecinţă a creşterilor de capital se regăseşte în modificarea structurii puterii în societatea comercială. Pentru societăţile pe acţiuni mici şi mijlocii hotărârile se iau, de obicei, cu majoritatea simplă, exprimată în adunări generale sau cu 2/3 din voturi, în funcţie de importanţa problemelor dezbătute. Pentru societăţile pe acţiuni mari, puterea se poate exercita şi cu un procentaj mai scăzut de voturi, din cauza dispersiei capitalului şi a acţionarilor.

6.2.1. Conţinutul şi caracteristicile acţiunilor

Acţiunea este un titlu de participaţie care conferă deţinătorului calitatea de coproprietar, dându-i dreptul la distribuirea beneficiilor sub formă de dividende. Acţiunea este un titlu de coproprietate fără valoare garantată în sensul că, în caz de lichidare, acţionarii vor fi despăgubiţi din ceea ce rămâne, după achitarea tuturor creditorilor, ceea ce nu înseamnă că nu pot primi şi în plus faţă de valoarea nominală a acţiunilor deţinute.

Acţionarii care doresc să-şi recupereze capitalurile avansate nu se pot adresa societăţii comerciale pentru restituire; în schimb, acţiunile pot fi vândute pe piaţă, întrucât totdeauna se găsesc doritori de a-şi plasa capitalurile la diferite întreprinderi. Bursa este aceea care mijloceşte schimbul şi unde se confruntă cererea şi oferta de capitaluri.

Acţiunile nu aduc venituri certe, mărimea dividendelor anuale depinzând întotdeauna de rezultatele financiare ale societăţii comerciale şi de decizia de distribuire de dividende.

Trăsăturile caracteristice ale acţiunilor au scopul să clarifice relaţiile dintre societate şi acţionari. Fiecare acţiune poate avea un număr mai mare sau mai mic de caracteristici, după cum decide societatea comercială emitentă; varietatea trăsăturilor caracteristice depinde de voinţa fondatorilor şi de statutul societăţii comerciale. Trăsăturile caracteristice se pot grupa în funcţie de fazele emisiunii, în funcţie de valoarea acţiunilor şi în funcţie de drepturile pe care le conferă acţionarilor.

6.2.1.1. Caracteristici ale acţiunilor după fazele emisiunii

În conformitate cu acest criteriu, capitalul constituit prin vânzarea acţiunilor poate fi: capital autorizat, capital subscris, capital vărsat şi capital emis şi vărsat.

Capitalul autorizat. Orice societate comercială pe acţiuni trebuie să obţină aprobarea din partea puterii publice de a pune în vânzare acţiuni. Permisiunea se cere imediat după adoptarea statutului şi se acordă prin certificatul (autorizaţia) de constituire. Cu acest prilej se aprobă tipul şi caracteristicile acţiunilor puse în vânzare, numărul lor şi valoarea totală a capitalului.

Capitalul subscris reprezintă valoarea totală a capitalului pe care diverși terți s-au angajat să-l depună. Societatea comercială aprobă subscrierile făcute de viitorii acționari (cumpărători), iar din acest moment vărsarea sumelor devine obligatorie.

Capitalul vărsat se constituie treptat, pe măsura depunerilor efective de numerar la casierie sau a virărilor în contul bancar.

Capitalul emis și vărsat se mai numește și capital declarat și reprezintă sumele vărsate efectiv și integral pe măsura subscrierilor, pentru care societatea a remis acționarilor certificatele de acțiuni.

6.2.1.2. Caracteristici ale acțiunilor după valoarea lor

Sub aspectul valorii scriptice, acțiunile pot fi de două feluri: acțiuni cu valoarea nominală înscrisă pe formular și acțiuni fără valoare nominală.

Acțiuni cu valoare nominală. Valoarea nominală sau facială este suma minimă pe care trebuie s-o deburseze un acționar. Sub acest preț societatea comercială nu poate vinde acțiunile, ca un mijloc de a asigura protecția averii acționarilor. Capitalul social nu este altceva decât suma valorilor nominale ale acțiunilor. La valoarea nominală se calculează și remunerația capitalului (dividendele).

Valoarea nominală reprezintă minimul cu care se poate vinde o acțiune și, totodată, maximul cu care se poate spori capitalul social. Spre exemplu, o acțiune are valoarea nominală de 5000 și o valoare bursieră de 6200. Cumpărarea unei asemenea acțiuni de către un acționar conduce la creșterile capitalului social cu 5000 și a capitalului variabil cu 1200.

Acțiuni fără valoare nominală. Asemenea acțiuni n-au înscrisă pe titlu nici un fel de valoare. Cu prilejul negocierii se stabilește valoarea lor, urmând ca întreaga sumă obținută să se mobilizeze la capitalul social.

Valoarea venală a acțiunilor este aceea cu care se vând și se cumpără acțiunile. Ea poate fi valoarea bursieră, pentru societățile cotate la bursă, sau valoarea intrinsecă, contabilă, pentru acțiunile necotate. Cursul acțiunilor la bursă, sub sau peste valoarea nominală, poate fluctua în funcție de rezultatele financiare ale societății sau de unii factori subiectivi. Nu există o valoare de schimb obiectivă a unei acțiuni, vânzarea - cumpărarea efectuându-se în funcție de cerere și ofertă, după o estimare subiectivă pe piața valorilor mobiliare.

6.2.1.3. Caracteristicile acțiunilor după drepturile pe care le conferă

Prin voința fondatorilor societăților comerciale, acțiunile emise pot oferi diferite drepturi (privilegii) deținătorilor și care trebuie consemnate prin statut: privilegiul de vot, privilegiul de dividend, privilegiul de dividend cumulativ, privilegiul de participație, privilegiul de conversiune, privilegiul de răscumpărare.

• **Privilegiul de vot** este ataşat acţiunii şi nu cumpărătorului iniţial aşa încât el se transferă fiecărui deţinător succesiv, în cazul că acţiunile circulă prin vânzare – cumpărare. Dreptul de vot se exprimă în adunarea generală a acţionarilor şi în consiliul de administraţie.

Dreptul de vot presupune şi dreptul de control al acţionarilor şi care poate merge până la preluarea conducerii societăţii comerciale.

• **Privilegiul de dividend.** Dreptul de dividend există pentru toate acţiunile, el decurgând din dreptul de coproprietate, dar acest drept nu este egal pentru diferite categorii de acţionari şi nu devine valabil decât când hotărăşte societatea comercială să se distribuie dividende.

Din acest punct de vedere există două categorii de acţiuni: acţiuni fără drept specific de dividend şi acţiuni însoţite de drept specific de dividend denumite şi acţiuni cu privilegiul de dividend.

Deosebirile între aceste două feluri de acţiuni sunt următoarele:

⇒ acţiunile cu privilegiul de dividend pot primi avansuri în contul dividendelor;

⇒ acţiunile cu privilegiul de dividend au certitudinea primirii dividendului în cazul când profitul total afectat distribuirii de dividende nu ajunge pentru toate acţiunile existente. Aceasta înseamnă că acţiunile au drept prioritar de dividend;

⇒ din masa totală a profitului acţionarii pot primi randamente diferite în funcţie de acest privilegiu, în felul următor: acţiunile privilegiate primesc sigur procentajul prevăzut, în timp ce acţiunile fără acest privilegiu pot primi mai mult, egal sau mai puţin, în raport cu randamentul acţiunilor privilegiate.

Rezultă că acţiunile cu privilegiul de dividend prezintă nu numai avantaje, ci şi inconveniente: avantajele constau în siguranţa şi stabilitatea veniturilor anuale, dar nu permite creşterea randamentului peste procentajul stipulat expres în acţiune. Spre deosebire de acestea, acţiunile fără privilegiul de dividend nu prezintă stabilitatea şi siguranţa veniturilor, dar dau posibilitatea creşterii randamentului acţiunilor.

• **Privilegiul de dividend cumulativ.** În cazul că societatea comercială nu distribuie dividende într-un an sau altul, dividendele nedistribuite sunt pierdute pentru acţiunile fără privilegiul de dividend cumulativ. În schimb, pentru acţiunile care au acest privilegiu, dividendele neplătite se acumulează pentru toată perioada, formând **dividendul reţinut.**

Dividendele reţinute nu constituie o datorie pentru societatea comercială pe acţiuni decât atunci când decide să facă distribuiri de dividende. În aceste cazuri dividendul reţinut se plăteşte cu prioritate, apoi, în limita profitului destinat distribuirii, urmează să fie remunerate celelalte acţiuni fără privilegiul de dividend cumulativ.

• **Privilegiul de participație** se atașează numai pe acțiunile cu privilegiul de dividend și permite acționarului să primească un **dividend adițional** la cel cuvenit pe acțiunile cu privilegiul de dividend, cu condiția ca suma totală a distribuirilor din profit să fie satisfăcătoare pentru a permite deținătorilor de acțiuni fără privilegiul de dividend de a primi echivalentul în procente față de capitalul subscris și vărsat.

Avantajul acțiunilor cu privilegiul de participație rezultă din faptul că deținătorul poate participa în mai mare măsură la repartizarea profiturilor, eliminându-se unul din inconvenientele acțiunilor cu privilegiul de dividend, de a nu putea spori randamentul acțiunilor peste cel prevăzut.

Acțiunile cu privilegiul de participație pot fi de două feluri: acțiuni cu participație integrală, care asigură deținătorului un randament superior sau egal cu cel al acțiunilor fără privilegiul de dividend; acțiuni cu participație parțială care presupune o limită a creșterii randamentului lor.

• **Privilegiul de conversiune** dă posibilitatea de a schimba o acțiune deținută, contra unei alte acțiuni, cu alte caracteristici sau cu alt titlu emis de aceeași societate. Pentru realizarea conversiunii, este necesar ca trăsăturile celor două tipuri de acțiuni ce urmează a se schimba să fie clar și precis formulate, inclusiv precizarea perioadei când se pot opera asemenea schimburi.

• **Privilegiul de răscumpărare** constituie o derogare de la regula generală conform căreia capitalul social este permanent, că nu poate fi retras de către acționari.

Acest privilegiu dă posibilitate societății comerciale de a răscumpăra unele acțiuni, eliminând pe deținătorii lor ca proprietari. Perioada în care se poate efectua răscumpărarea trebuie să fie specificată pe acțiunile respective. De asemenea, trebuie precizate prețul de răscumpărare și cine are inițiativa răscumpărării: societatea comercială sau acționarul. Dacă privilegiul aparține acționarului, răscumpărarea se poate face numai dacă operațiunea nu pune în pericol lichiditatea financiară a societății și numai după ce s-au plătit toate dividendele reținute aferente acestor acțiuni care au privilegiul de răscumpărare.

Alte privilegii ale acțiunilor: privilegiul restituirii cu prioritate a capitalului depus, în caz de lichidare judiciară a societății comerciale, înaintea altor acționari ale căror acțiuni n-au atașat acest drept; privilegiul de a primi restul, în cazul lichidării judiciare a societății. Acțiunile cu acest privilegiu vor primi, proporțional, tot ce rămâne după achitarea tuturor obligațiilor față de creditori și restituirea capitalului cuvenit acționarilor care dețin acțiuni fără acest privilegiu.

6.2.2. Clasificarea acțiunilor

Având în vedere diversitatea caracteristicilor, acțiunile pot fi grupate după diverse criterii.

- **După apartenență,** acțiunile pot fi nominative sau la purtător. Primele au înscris numele proprietarului pe fața titlului și nu pot fi transmise decât cu reînscrierea lor în registrul acționarilor, existent la sediul societății comerciale. Secundele nu

menționează nici un nume şi pot fi transmise din mână în mână fără nici un fel de formalitate.

În prezent, formele nominative şi la purtător se păstrează însă ca urmare a dematerializării titlurilor de valori mobiliare, ele fac doar obiectul unor înscrieri în conturile societăților emitente sau ale proprietarilor lor.

- **După natura aportului** de capital, vânzarea acțiunilor poate ocaziona un aport în numerar sau în natură pentru patrimoniul societății comerciale. Aportul de numerar adus de acționari poate fi completat cu încorporarea rezervelor sau capitalizarea unei părți din beneficiu, în timp ce aportul în natură se materializează în clădiri, instalații, mijloace de transport, licențe, mărci etc.

- **După drepturile pe care le conferă**, acțiunile se grupează în ordinare şi privilegiate.

Acțiunile ordinare se caracterizează prin dreptul de vot, dreptul de a primi restul în caz de lichidare judiciară şi dreptul de a primi restul de dividende când toate celelalte privilegii de dividend au fost satisfăcute.

Acțiunile privilegiate sunt acelea fără dreptul de vot. Pentru ca o societate să poată emite acțiuni privilegiate este necesar să fi realizat beneficii în ultimele exerciții financiare.

Acțiunile privilegiate trebuie descrise amănunțit, tocmai pentru că poate exista o mare varietate de privilegii; spre deosebire de acțiunile ordinare, acțiunile privilegiate desemnează precis natura drepturilor atașate.

- **După dreptul de vot**, acțiunile pot fi cu un singur vot sau cu două voturi. Dreptul la două voturi poate fi conferit proprietarului numai de acțiunile deținute mai mult de 2 ani.

6.2.3. Tehnica emiterii acțiunilor

Suplimentarea capitalului social prin emiterea de acțiuni noi şi punerea lor în vânzare antrenează un aport de noi capitaluri. Acțiunile noi sunt identice cu cele vechi sub aspectul drepturilor pe care le conferă. Vechii acționari au dreptul preferențial de subscriere la dezvoltarea capitalului, drept ce poate fi utilizat sau poate fi vândut, întrucât comportă avantaje financiare.

Capitalul suplimentat în acest fel este egal cu numărul de acțiuni emise înmulțit cu prețul de emisiune. **Prețul de emisiune** trebuie să fie mai mic decât cursul vechilor acțiuni pentru a se asigura succesul operațiunii de subscriere. Dacă prețul de emisiune ar fi mai mare decât cursul acțiunilor vechi, nimeni n-ar cumpăra noile acțiuni, întrucât ar putea procura de pe piață acțiuni la un preț mai scăzut. Când se apreciază că este prea scăzut cursul, societatea comercială se abține de a proceda la creşteri de capital prin emisiuni de noi acțiuni, pentru a nu trebui să coboare prea mult prețul de emisiune.

Prețul de emisiune, fiind prețul la care se vând noile acțiuni, trebuie stabilit între valoarea nominală și cursul vechi.

Cursul vechi > PE > VN

În momentul când societatea comercială anunță o creștere de capital prin emisiune de noi acțiuni, vechii acționari, temându-se pentru câștigurile lor, au tendințe de a vinde vechile acțiuni; dacă acest proces se generalizează, apare o ofertă mare de acțiuni pe piață, ceea ce conduce la scăderea cursului lor, imprevizibil ca amploare până la data emisiunii. De aceea, prețul de emisiune trebuie bine gândit încât să fie suficient de mic față de curs (pentru ca la data emisiunii să se situeze sub curs și să nu fie prejudiciată operațiunea de plasare) și suficient de mare față de valoarea nominală (pentru a obține fonduri suplimentare peste capitalul social). Diferența dintre prețul de emisiune și valoarea nominală se concretizează în **prima de emisiune,** care aduce avantaje financiare întreprinderii.

La stabilirea prețului de emisiune este firesc să se țină seama de fragilitatea cursului vechilor acțiuni, de nivelul prețului de emisiune practicat de societăți concurente, precum și de caracteristicile economico-financiare ale societății de referință. Raportul dintre prețul de emisiune și cursul vechi trebuie să țină seama de mai multe variabile: rata creșterii dividendelor, valoarea absolută a dividendelor pe o acțiune, raportul curs mediu / valoarea nominală a acțiunilor vechi, precum și de suma totală a emisiunii.

Cu cât prețul de emisiune este mai mic, cu atât mai mare trebuie să fie numărul acțiunilor puse în vânzare, pentru a se complini suma totală a emisiunii. Pe de altă parte, numărul prea mare de acțiuni emise conduce, în viitor, la plata unui volum mai mare de dividende, ceea ce grevează asupra gestiunii de trezorerie. Numărul mai mic de acțiuni impune un preț de emisiune mai ridicat (pentru a se atinge suma totală a emisiunii), ceea ce poate prejudicia succesul activității de plasare a acțiunilor pe piață.

Pentru creșterea capitalului în numerar există două posibilități: creșterea valorii nominale a vechilor acțiuni, sau emiterea de noi acțiuni. **Creșterea valorii nominale a vechilor acțiuni** presupune apelul la acționarii existenți și acordul lor de a suplini cu fonduri capitalul social. Acest procedeu este greu de realizat, atât datorită dispersiei acționarilor pe teritoriu, cât și necesității convingerii lor să aducă noi capitaluri.

Emisiunea de noi acțiuni este o operațiune mai ușoară. Acțiunile puse pe piață pot fi cumpărate de oricine, dar vechii acționari au dreptul preferențial de cumpărare. De astă-dată însă dificultatea rezidă în stabilirea prețului de emisiune, astfel încât el să nu se apropie prea mult de cursul vechilor acțiuni și cu atât mai puțin să fie egalat sau să-l depășească.

Ambele metode de creştere a capitalului, prin noi aporturi în numerar, conduc la rezultate identice.

Exemplu. O societate comercială prezintă următoarea situaţie a capitalului social:

Capital social: 15000 acţiuni × 100 VN = 1500000

Valoarea bursieră: 15000 acţiuni × 150 curs = 2250000

şi doreşte creşterea capitalului social cu suma de 300000.

a) Metoda creşterii valorii nominale a acţiunilor: $\frac{300000}{15000} = 20$ creşterea valorii nominale

- valoarea nominală a unei acţiuni noi: 100 + 20 = 120
- capitalul social după creştere: 15 000 acţiuni × 120 = 1800000

b) Metoda sporirii numărului acţiunilor: $\frac{300000}{100} = 3000$ noi acţiuni

- Numărul total al acţiunilor: 15000 + 3000 = 18000
- Capitalul social după creştere: 18000 acţiuni × 100 = 1800000

6.2.3.1. Dreptul preferenţial de subscriere

Emisiunea unui număr de noi acţiuni, la un preţ de emisiune competitiv, situat între valoarea nominală şi cursul vechi, face ca valoarea bursieră a acţiunilor să scadă, creând aparenţa că vechii acţionari sunt în pierdere.

Exemplu. Folosind cifrele din exemplul precedent:

- 15 000 acţiuni vechi × 150 (curs)..... 2250000 valoare bursieră
- 3 000 acţiuni noi × 125 (preţ de emisiune) 375000
- 18 000 acţiuni..... 2625000 valoarea bursieră nouă

- valoarea bursieră a unei acţiuni după noua emisiune = $\frac{2625000}{18000} = 145,83$

- valoarea bursieră a unei acţiuni vechi ..... = 150,00

După emisiune rezultă o pierdere teoretică, suportată de vechii acţionari, pentru fiecare acţiune deţinută, de 150 - 145,83 = 4,17.

În realitate, emisiunea de noi acţiuni nu provoacă nici o pierdere pentru vechii acţionari, ca urmare a reglementărilor legale privind **dreptul preferenţial de subscriere**, pe care-l dobândesc vechii acţionari. Ei au dreptul de a cumpăra, preferenţial, un număr de acţiuni noi, proporţional cu numărul de acţiuni vechi deţinute şi acest drept acţionează compensatoriu faţă de scăderea valorii bursiere a acţiunilor.

Dreptul preferențial de subscriere este egal cu diferența dintre cursul vechi al acțiunilor și noua valoare bursieră căpătată după efectuarea emisiunii, adică cu suma pe care, teoretic, o pierde vechiul acționar pentru fiecare acțiune veche deținută.

Notând cu:

ds = dreptul preferențial de subscriere
N = numărul acțiunilor vechi
n = numărul acțiunilor noi
C = cursul vechi
P = prețul de emisiune (VN < P < curs)

$$\boxed{ds = \frac{n(C-P)}{N+n}} = \frac{3000(150-125)}{15000+3000} = 4{,}17$$

sau

$$\boxed{ds = C - \frac{NC+nP}{N+n}} = 150 - \frac{(15000\times150)+(3000\times125)}{15000+3000} = 4{,}17$$

- Un deținător de 5 acțiuni vechi poate cumpăra o acțiune nouă (respectându-se proporția de $\frac{3000}{15000}$ = 1/5 acțiuni noi față de acțiuni vechi) în condițiile beneficierii de dreptul preferențial de subscriere, adică la prețul de emisiune (125):

$$5 \times 4{,}17 = 20{,}85$$
$$145{,}83 - 20{,}85 = 125$$

- Capitalul unui acționar care deținea 5 acțiuni vechi și a cumpărat una nouă, în condițiile beneficierii de dreptul preferențial de subscriere, este de (5×150) + (1× 125) = 875, adică identic cu valoarea bursieră nouă a 6 acțiuni:

$$6 \times 145{,}83 = 874{,}98 \approx 875$$

- Dacă acționarul vechi nu dorește să cumpere acțiuni noi în condițiile dreptului preferențial de subscriere sau n-are lichidități pentru a putea cumpăra, el poate vinde dreptul său preferențial altor cumpărători interesați. În acest caz, capitalul vechiului acționar este de 5 × 145,83 = 729,16, prin urmare mai mic decât valoarea bursieră pe care o avea înainte de emisiune (5 × 150 = 750), cu suma de 20,84. În schimb, el poate vinde dreptul său preferențial de subscris și primește: 5 × 4,17 = 20.85, astfel că pe total el dispune de același capital avut înainte de emisiune: 729,16 + 20,84 = 750

- Cumpărătorul de acțiuni noi, care n-a fost acționar mai înainte, va plăti societății comerciale contravaloarea unei acțiuni la prețul de emisiune (125) și, în plus, el trebuie să cumpere 5 drepturi de subscriere (5 × 4,17 = 20,85), astfel încât

pe el îl costă o acţiune 145,85 (125 + 20.85), adică atât cât reprezintă valoarea bursieră a unei acţiuni noi.

Teoretic, dreptul preferenţial de subscriere se vinde împreună cu acţiunea veche, adică este lipit sau ataşat de ea. În realitate, de la începutul perioadei de subscriere drepturile preferenţiale de subscriere sunt detaşate de acţiunile vechi, negociindu-se pe o piaţă separată - piaţa drepturilor de subscriere.

Subscrierea propriu-zisă se poate realiza în două feluri: subscriere ireductibilă, când operaţiunea are loc în virtutea dreptului preferenţial de subscriere; subscrierea reductibilă, care se aplică atunci când, după expirarea perioadei de subscriere, au rămas acţiuni nesubscrise. Consiliul de administraţie atribuie acţiunile rămase altor acţionari care au făcut opţiuni în prealabil sau altor cumpărători.

6.2.3.2. Emisiunea de acţiuni şi riscurile acţionarilor

Emisiunea de noi acţiuni de către societatea comercială, respectiv sporirea numărului de acţiuni, comportă unele riscuri pentru acţionari: **risc de pierdere şi risc de putere.**

În eventualitatea că după efectuarea emisiunii beneficiul total al societăţii nu creşte, apare riscul pentru acţionari de micşorare a profitului (dividendului) pe acţiune. Suma obţinută de acţionari este aceeaşi, numai că randamentul pe acţiuni scade, determinat de creşterea numărului acţiunilor.

$$\text{Pierderea de dividend / acţiune} = \frac{\text{Beneficiu}}{N} - \frac{\text{Beneficiu}}{N+n} = \frac{B \times n}{N(N+n)}$$

Acţionarii vechi care nu cumpără acţiuni noi în virtutea dreptului preferenţial de subscriere îşi slăbesc puterea de influenţă (vot) asupra societăţii, corespunzător scăderii relative a numărului acţiunilor pe care le deţin. Acest risc nu se pune însă decât pentru marii acţionari care doresc să-şi exercite dreptul de decizie în treburile societăţii şi nicidecum pentru micii acţionari care, oricum, n-au nici o influenţă.

6.2.4. Rolul băncilor în emisiunea de acţiuni

Băncile au un rol important în realizarea emisiunilor de acţiuni de către societăţile comerciale prin faptul că acordă acestora consultaţii, informaţii şi îndrumare, mijlocesc plasarea acţiunilor sau garantează subscrierea.

Consilierea şi îndrumarea întreprinderilor sunt posibile ca urmare a competenţei, calificării şi experienţei bogate proprii personalului bancar. Sub acest aspect, băncile ajută întreprinderile pentru stabilirea sumei totale a emisiunii, în funcţie de nevoile reale de fonduri, dar şi de posibilitatea de absorbţie a pieţei,

pentru determinarea prețului de emisiune - între valoarea nominală și cursul vechilor acțiuni - astfel încât el să nu ajungă să depășească cursul până la data emisiunii.

Plasarea acțiunilor către public se face prin ghișeele băncilor care efectuează toate operațiunile de casă specifice emisiunii.

Banca poate garanta subscripția, adică să se angajeze să cumpere acțiunile ce nu pot fi plasate în perioada subscrierii. Acesta este un rol major al băncilor în măsura în care o emisiune, pentru a fi juridic valabilă, trebuie să fie integral subscrisă. Pentru acordarea acestor garanții băncile se pot asocia în sindicate bancare, pentru a putea acoperi totalitatea sumelor de subscris.

Garantarea, ca și celelalte servicii bancare făcute întreprinderii, are un caracter oneros. Se percep comisioane de garantare, de organizare și punere în aplicare a emisiunii, comisioane de casă pentru colectarea subscrierilor etc.

6.2.5. Produse financiare din familia acțiunilor

În vederea sporirii atractivității lor și deci a mobilizării de capitaluri de la subscriitori, s-au creat, mai ales în ultimul timp, diferite variante de acțiuni: acțiuni cu dividende prioritare, acțiuni cu bon de subscriere în acțiuni, certificate de investire etc.

Acțiunile cu dividend prioritar sunt puse în circulație în compensație cu dreptul de vot. Pot emite asemenea acțiuni numai societățile care au cel puțin două bilanțuri aprobate și care în ultimii ani au distribuit dividende. Operațiunea se poate realiza printr-o creștere de capital sau prin conversiunea acțiunilor existente.

Acțiunile cu dividend prioritar pot fi emise în proporție de până la 25% din numărul total al acțiunilor. Dacă la asemenea acțiuni nu se distribuie dividend trei ani la rând, ele devin din nou acțiuni cu drept de vot (ordinare). Prin astfel de acțiuni cu dividend prioritar investitorii sunt atrași de o rentabilitate mai bună, ceea ce asigură succesul operațiunii de creștere a capitalului.

Acțiuni cu bon de subscriere în acțiuni se emit în cazul creșterilor de capital și se caracterizează prin faptul că sunt însoțite de unul sau mai multe bonuri care dau dreptul de a subscrie alte acțiuni, la emisiuni ale aceleiași societăți ce vor avea loc în cursul unei perioade date, într-o proporție și la un preț prestabilit.

Bonurile de subscriere sunt cotate separat față de acțiunile de origine. Valoarea bonurilor se stabilește în funcție de cursul acțiunilor de origine și de anticiparea evoluției lui.

Certificatele de investire rezultă din fracționarea unei acțiuni în două titluri:

- ⇒ certificatul de investire care beneficiază de drepturi bănești legate de acțiuni (dividend). El este liber negociabil, ca orice acțiune, iar dacă i se atașează un dividend prioritar, se numește certificat privilegiat;
- ⇒ certificatul de investire cu drept de vot, care este nominativ și nu poate fi cedat (înstrăinat).

6.3. Creşteri de capital prin încorporarea rezervelor

Beneficiul anual raportat prin bilanţ de către societăţile comerciale este folosit, printre altele, şi pentru constituirea şi sporirea rezervelor. Când aceste rezerve ating un anumit nivel societatea poate decide încorporarea lor în capitalul social, emiţând noi acţiuni care se **distribuie gratuit acţionarilor.**

Prin urmare, conţinutul acestei operaţiuni constă în virarea la capitalul social a unor sume contabilizate anterior la contul de rezerve.

ct. Rezerve = ct. capital social

Creşterea de capital prin încorporarea rezervelor nu aduce resurse financiare noi pentru societatea comercială; ea este o operaţiune fără flux financiar întrucât şi până la încorporarea în capital social întreprinderea dispunea de sumele respective contabilizate la rezerve.

Fiecare acţionar dispune, după încorporare, de mai multe acţiuni, însă beneficiul se va împărţi în funcţie de numărul acţiunilor, astfel că volumul dividendului/acţiune depinde de mărimea totală a beneficiului. Dacă beneficiul nu creşte, se menţine suma totală repartizată acţionarilor ca dividend, dar scade randamentul pe acţiune; dacă creşte masa beneficiului, sporeşte atât volumul total al dividendelor, cât şi randamentul acţiunilor.

Sub aspect tehnic, operaţiunea de creştere a capitalului prin încorporarea rezervelor se poate realiza în două variante: prin creşterea valorii nominale a vechilor acţiuni, sau prin emisiune de noi acţiuni, de aceeaşi categorie şi valoare nominală cu cele existente anterior.

Oricare ar fi modalitatea tehnică, operaţiunea de creştere de capital prin încorporarea rezervelor contribuie la consolidarea încrederii partenerilor de contract şi a băncilor în întreprindere. Prin creşterea capitalului social întreprinderea îşi poate garanta mai bine creditele primite. Rezervele aparţin acţionarilor şi deci ar putea să fie distribuite acestora, dar aceasta ar echivala cu o micşorare a capitalului (restituire de capital) şi, indirect, cu o reducere a capacităţii de rambursare a creditelor. Încorporarea rezervelor acţionează astfel ca o îngheţare a capitalului total, cu consecinţe favorabile asupra garantării creditelor.

6.3.1. Dreptul de atribuire de acţiuni

Distribuirea „gratuită" de acţiuni către acţionarii existenţi nu este decât aparentă, pentru că rezervele aparţineau de drept tot acţionarilor. Operaţiunea de distribuire de noi acţiuni (gratuit) nu face decât să activizeze un drept latent, acţiunile cuvenindu-se de drept acţionarilor.

Dreptul de atribuire (d. a), teoretic, este egal cu diferența dintre valoarea bursieră a unei acțiuni înainte și după emisiune.

Exemplu. O societate comercială pe acțiuni prezintă următoarea situație contabilă a capitalului:

- 5000 acțiuni cu Vn = 300 .... capital social = 1500000
- Fond de rezervă 800000
  2300000
- Valoarea bursieră a unei acțiuni = 520
- Capitalizarea bursieră: 5000 acțiuni × 520 = 2600000
- Se decide creșterea capitalului social prin încorporarea unei părți a fondului de rezervă emițând 2000 acțiuni noi cu Vn = 300 = 600000.
- După emisiune, situația contabilă este următoarea:
- Capital social (1500000 + 600000) 2100000
- Fond de rezervă (800000 - 600000) 200000
  2300000
- Valoarea bursieră a unei acțiuni după emisiune este: 371,42 ($\frac{2600000}{5000+2000}$=371,42) și se pare că acționarul pierde pentru fiecare acțiune 148,58 (520 - 371,42). În realitate acționarul nu pierde nimic în urma operațiunii de emisiune întrucât beneficiază de dreptul de a i se atribui noi acțiuni în mod "gratuit" care compensează pierderea bursieră.

$$\text{Dreptul de atribuire} = \boxed{\frac{n \times C}{N + n}} = \frac{2000 \times 520}{5000 + 2000} = 148{,}58\,.$$

Emisiunea de acțiuni distribuite "gratuit" se aseamănă cu o emisiune obișnuită de acțiuni în care prețul de emisiune este egal cu zero, formula de calcul a dreptului de atribuire (d. a) se aseamănă cu formula dreptului preferențial de subscriere (d. s), în condițiile când P = 0

$$\boxed{ds = \frac{n(C - P)}{N + n}} \qquad \text{Dacă } \boxed{P = 0}\text{, atunci} \quad \rightarrow \quad \boxed{da = \frac{n \times C}{N + n}}$$

Atribuirea de acțiuni face ca, în principiu, situația capitalului acționarilor să nu se modifice; ceea ce se pierde prin micșorarea valorii bursiere a acțiunilor se recuperează prin primirea de noi acțiuni. În același timp însă rămâne intactă speranța ca pe viitor să crească remunerația totală ce va fi obținută de acționari dacă se păstrează stabilitatea politicii de dividende promovată de către societatea comercială (dividend/acțiune).

Puterea de influenţă a acţionarilor asupra conducerii întreprinderii nu se modifică în cazul atribuirii de acţiuni, întrucât fiecare acţionar primeşte acţiuni noi, proporţional cu cele vechi deţinute. În schimb, dacă se produce o conjunctură favorabilă la bursa de valori şi cursul acţiunilor înregistrează creşteri, asta aduce un câştig net acţionarilor tocmai ca urmare a numărului sporit de acţiuni de care ei dispun.

Primind acţiuni "gratuit" acţionarii au tot mai multă încredere în viabilitatea întreprinderii; ca atare, ei ezită să vândă acţiunile la bursă, manifestând tendinţa păstrării capitalului, ceea ce diminuează riscul scăderii cursului acţiunilor.

6.4. Creşteri de capital prin conversiunea datoriilor

Creşterea de capital prin conversiunea datoriilor este proprie marilor societăţi comerciale pe acţiuni care, anterior, au efectuat împrumuturi obligatare, emiţând obligaţiuni convertibile în acţiuni.

Emisiunea de obligaţiuni convertibile în acţiuni se poate realiza numai de societăţile care au cel puţin doi ani vechime şi două bilanţuri aprobate. Cu prilejul emisiunii se stabileşte termenul în care se poate face conversiunea şi care, de regulă, nu depăşeşte 5 ani din momentul emisiunii, precum şi raţia de conversie ce va fi utilizată. Preţul de emisiune a obligaţiunilor convertibile în acţiuni nu poate fi mai mic decât valoarea nominală.

Obligaţiunile convertibile au o remuneraţie mai slabă decât alte tipuri de obligaţiuni. Emitentul le poate lansa pe piaţă la o rată a dobânzii mai scăzută decât la obligaţiunile clasice, tocmai ca urmare a clauzei de conversiune; convertite în acţiuni, deţinătorii pot obţine câştiguri mai substanţiale în eventualitatea că întreprinderea obţine rentabilităţi ridicate.

Convertirea obligaţiunilor în acţiuni provoacă o creştere de capital fără flux financiar pozitiv. Pe total, sursele societăţii rămân aceleaşi, numai că împrumutul obligatar devine acum capital social.

Obligaţiunile convertibile în acţiuni sunt preferabile obligaţiunilor simple căci permit deţinătorului, după convertire, să beneficieze de eventuala creştere economică a societăţii comerciale. În acelaşi timp, obligaţiunile convertibile sunt preferabile şi acţiunilor, căci dacă nu sunt convertite rămân totuşi obligaţiuni aducătoare de cupoane anuale sigure.

Conversiunea se realizează cu prilejul unei creşteri de capital, când creanţierul pierde calitatea de obligatar, devenind acţionar. Procesul financiar de constituire a resurselor începe cu o îndatorare la termen care, ulterior, are perspectiva de a se transforma în capital propriu prin conversiune.

Pentru emitent, obligaţiunile convertibile prezintă avantajul că au o rată a dobânzii mai scăzută decât la împrumuturile obligatare clasice; dacă obligaţiunile se convertesc, rezultă o creştere de capital fără flux financiar pozitiv.

Pentru subscriitor, obligațiunile convertibile prezintă avantajul că achiziționarea lor se face la un preț fixat în prealabil, că există un venit minimal asigurat (cuponul): investirea este apropiată de cea în acțiuni, însă prezintă un regim fiscal mai avantajos (propriu obligațiunilor), randamentul obligațiunilor convertibile în acțiuni fiind superior randamentului acțiunilor.

6.5. Produse financiare intermediare între acțiuni și obligațiuni

Obligațiunile convertibile în acțiuni sunt niște instrumente financiare care, sub aspectul conținutului lor, se situează între acțiuni și obligațiuni. Asemenea **instrumente cu funcții similare obligațiunilor convertibile** s-au diversificat și au început a fi utilizate tot mai mult în ultimul timp pentru a răspunde dorințelor diverse ale deținătorilor de capitaluri și pentru a reuși în operațiunea de mobilizare a acestora: titluri participative, titluri perpetue, obligațiuni rambursabile în acțiuni, obligațiuni cu bonuri de subscriere în acțiuni.

Titlurile participative sunt valori mobiliare emise de societăți comerciale pe acțiuni din sectorul public, industrial, comercial sau bancar, care permit emitenților să-și întărească fondurile proprii fără a marca o creștere efectivă a acestora. Aceste titluri sunt cvasifonduri proprii și prezintă următoarele trăsături caracteristice: durata lor este, în principiu, nelimitată; se rambursează în caz de lichidare a societății, din inițiativa emitentului, în condiții fixate înainte de emisiune sau la expirarea unui termen ce nu poate fi mai mic de șapte ani. Remunerația se compune din două elemente: o plată fixă, periodică, în funcție de rata dobânzii pe piața financiară; o plată variabilă, indexată cu volumul activității și rentabilitatea emitentului (cifra de afaceri, rezultatul financiar net, totalul valorii adăugate etc.) dar care nu poate depăși 40% din valoarea nominală a titlului.

Titlurile participative nu conferă dreptul de vot și sunt supuse regimului fiscal propriu veniturilor obținute din obligațiuni.

Titlurile perpetue sau cu durată nedeterminată sunt instrumente financiare ce pot fi emise numai de societățile comerciale cu rezultate economico-financiare bune. Sunt asemănătoare obligațiunilor, numai că nu sunt niciodată rambursate. Plata remunerației sub forma dobânzilor poate fi reportată în caz că, în anumiți ani, societatea nu distribuie beneficii cu această destinație.

Astfel de titluri sunt asimilate fondurilor proprii, prezentând două caracteristici: nerambursabilitate și subordonarea remunerației rezultatelor financiare ale întreprinderii.

Titlurile perpetue echivalează cu creșterea fondurilor proprii dar fără modificarea capitalului social. Remunerația acordată deținătorilor este deductibilă din rezultatele impozabile ale societății.

Obligaţiuni rambursabile în acţiuni. Dacă în cazul obligaţiunilor convertibile subscriitorul poate opta fie pentru conversiune, fie pentru rambursare în numerar, obligaţiunile rambursabile în acţiuni au avantajul pentru societate de a păstra lichidităţile existente, concomitent cu creşterea capitalului social, iar pentru subscriitor de a deveni coproprietar şi a participa la repartizarea profiturilor. Avantajul subscriitorilor devine evident mai ales în cazul că societatea comercială are rezultate bune şi nu există altă cale de a achiziţiona acţiuni.

Obligaţiuni cu bonuri de subscriere în acţiuni. Acestea sunt obligaţiuni cu dobândă fixă, la care sunt ataşate unul sau mai multe bonuri care dau dreptul de subscriere de acţiuni emise de societatea comercială într-o anumită perioadă, într-o proporţie anumită şi la un preţ fixat în prealabil.

Emisiunea unor astfel de obligaţiuni ocazionează, de fapt, două operaţiuni financiare distincte, cu dublu aport de fonduri: la început are loc un împrumut obligatar pe termen lung, iar, ulterior, o creştere de capital când, pe baza bonurilor, deţinătorii obligaţiunilor îşi pot plasa capitalurile în acţiuni ale aceleiaşi societăţi.

Pentru emitent îndatorarea este mai puţin costisitoare, tocmai pentru că acordă obligatarilor dreptul ca în viitor să poată deveni şi coproprietari. Pentru subscriitori avantajul rezidă în suplеţea gestionării propriilor fonduri: se pot vinde bonurile şi păstra obligaţiunile, se pot vinde obligaţiunile şi păstra bonurile, se pot păstra şi obligaţiunile şi bonurile.

6.6. Operaţiuni asupra capitalului propriu

Operaţiunile asupra capitalului propriu reprezintă tranzacţii efectuate de către societăţile comerciale în legătură cu capitalul lor propriu în acţiuni şi constau în vânzarea, răscumpărarea şi conversiunea acţiunilor.

6.6.1. Vânzarea acţiunilor

Vânzarea acţiunilor este modalitatea de procurare a surselor de finanţare de către societăţile comerciale. Finanţarea prin vânzarea acţiunilor are avantajul de a nu trebui să ramburseze capitalul obţinut şi, totodată, de a nu datora acţionarilor o remuneraţie fixă, ceea ce este de natură să reducă riscul financiar.

Inconvenientul acestei proceduri de dobândire a capitalului rezidă în faptul că este mai scumpă decât procedura împrumutului, ca urmare a volumului dividendelor aşteptate de acţionari şi a diverselor cheltuieli de emisiune şi vânzare de acţiuni. De aceea, investitorii apelează la această cale de finanţare în cazurile când apelul la împrumut este dificil sau nu este posibil.

Pentru ca societatea comercială să pună în vânzare acțiuni, ea trebuie să fie înregistrată la un organism public de control și supraveghere a valorilor mobiliare care, în diverse țări, poate lua denumiri diferite și care veghează la protecția investitorilor în acțiuni sau alte titluri. Pentru înregistrare la acel organism public societatea trebuie să prezinte o serie de informații pentru a se putea stabili probitatea morală a întreprinderii, solvabilitatea și competența personalului de care dispune.

După înregistrare, societatea comercială solicită autorizația de emitere de acțiuni, prezentând prospectul ce urmează a fi adresat cumpărătorilor potențiali: descrierea societății, activitățile ce urmează a se desfășura, starea financiară, lista principalelor angajamente financiare, caracteristicile acțiunilor ce urmează a fi puse în vânzare, capitalul ce se dorește a fi constituit prin vânzarea acțiunilor etc. Abia după eliberarea autorizației se pot pune în vânzare acțiunile.

Vânzarea acțiunilor se poate realiza fie direct de către societate, fie prin intermediari.

Vânzarea directă a acțiunilor de către societatea comercială se face **cu numerar** sau **pe credit.** În cazul vânzării cu numerar se întâlnesc două situații: acțiunile fără valoare nominală se vând la prețul negociat și totalul încasărilor se înregistrează la capitalul social; în cazul acțiunilor cu valoare nominală se înregistrează la capitalul social numai suma înscrisă pe titlu, în timp ce prețul obținut peste valoarea nominală formează **prima de emisiune.**

Vânzarea pe credit are loc când subscrierea acțiunilor nu coincide în timp cu vărsarea contravalorii lor. Până la efectuarea plății de către cumpărători, acțiunile subscrise formează "Capitalul subscris", pentru ca după efectuarea plății, să se efectueze operațiunea contabilă de constituire a capitalului social:

Capital social subscris = Capital social vărsat

Vărsămintele se pot face eșalonat. Dacă la scadență nu se varsă rata prevăzută, societatea comercială poate bloca vărsămintele anterioare.

Vânzarea acțiunilor prin intermediari sau curtieri, care se consideră agenți ai societății comerciale, urmând să fie remunerați din cheltuielile de curtaj.

În prezent însă, practica cea mai extinsă constă în aceea că intermediarii (curtierii) cumpără toate acțiunile pentru a le revinde pe cont propriu acționarilor. În acest caz, profitul obținut de curtieri înlocuiește comisionul de curtaj, iar societatea comercială este avantajată întrucât are posibilitatea să intre în posesia sumelor într-o singură tranșă.

6.6.2. Răscumpărarea acțiunilor

Răscumpărarea acțiunilor este o operațiune reglementată (legală) în anumite țări și constă în dreptul societății comerciale de a răscumpăra acțiunile vândute, cu condiția ca în prealabil să se fi plătit orice rămânere în urmă privind dividendele. Răscumpărarea acțiunilor echivalează cu rambursarea lor și se concretizează în reducerea capitalului social, corespunzător unei reduceri a activității și a patrimoniului.

Răscumpărarea acţiunilor
- Cu valoare nominală
  - □ preţ de răscumpărare egal cu valoarea nominală
  - □ preţ de răscumpărare mai mare decât valoarea nominală
  - □ preţ de răscumpărare mai mic decât valoarea nominală

  PR ≥ VN, sau PR ≤ VN
- Fără valoare nominală → preţ de răscumpărare mai mare, mai mic sau egal cu valoarea atribuită

  PR ≥ VN, sau PR ≤ Va

Răscumpărarea acţiunilor cu valoare nominală. În funcţie de condiţiile pieţei, societatea poate răscumpăra acţiunile la preţuri diferite. Dacă răscumpărarea se face la un preţ sub valoarea nominală, societatea realizează un câştig care nu decurge din operaţiuni legate de obiectul activităţii. De aceea, beneficiul astfel obţinut se contabilizează ca „surplus de aport" decurgând din operaţiuni asupra capitalului propriu. Dacă răscumpărarea se face la un preţ peste valoarea nominală, se înregistrează o pierdere din operaţiuni asupra capitalului propriu. În ambele cazuri certificatele de acţiuni se recuperează de către societate în vederea anulării.

Răscumpărarea acţiunilor fără valoare nominală. În cazul acţiunilor fără valoare nominală operaţiunea de răscumpărare impune, în prealabil, calcularea valorii atribuite acţiunilor, în funcţie de care se va negocia preţul răscumpărării. Valoarea atribuită ţine loc, în acest caz, de valoare nominală.

$$\text{Valoarea atribuită acţiunilor} = \frac{\text{Capital subscris şi vărsat}}{\text{Numărul acţiunilor în circulaţie}}$$

Dacă preţul de răscumpărare negociat este inferior valorii atribuite, societatea realizează un profit, înregistrarea contabilă fiind:

Capital social = %
Casa
Profit din răscumpărarea acţiunilor

Dacă preţul de răscumpărare este mai mare decât valoarea atribuită societatea înregistrează pierdere din operaţiuni asupra capitalului propriu. Contabil, situaţia se prezintă astfel:

% = Casa
Capital social;
Pierderi din răscumpărări.

6.6.3. Conversiunea acțiunilor

Operațiunea de conversie a acțiunilor presupune schimbarea acțiunilor deținute de unii acționari, cu alte acțiuni ale aceleiași societăți, dar cu alte caracteristici. Pot fi schimbate numai acțiunile care au atașat privilegiul de conversiune și care poate fi acordat nu numai acționarilor, ci și societății emitente.

În cazul că operațiunea de conversiune este o inițiativă a societății are loc, în fapt, o remaniere a capitalului, adică o restructurare a categoriilor de acțiuni emise. Când inițiativa aparține acționarilor, se urmărește un randament viitor îmbunătățit al portofoliului lor de acțiuni.

Conversiunea poate avea loc:

- între acțiuni cu valoare nominală care se schimbă cu alte acțiuni cu valoare nominală, dar cu alte caracteristici;
- între acțiuni cu valoare nominală care se schimbă cu acțiuni fără valoare nominală;
- între acțiuni fără valoare nominală care se schimbă cu alte acțiuni fără valoare nominală;
- între acțiuni fără valoare nominală ce se schimbă cu acțiuni cu valoare nominală.

Tot operațiune de remaniere a capitalului este și **fracționarea acțiunilor.** Aceasta este o operațiune prin care se schimbă o acțiune dintr-o anumită categorie, contra două sau mai multe acțiuni din aceeași categorie, dar cu o valoare nominală mai mică. Scopul fracționării acțiunilor: creșterea accesibilității lor întrucât, având o valoare mai mică, se pot plasa mai ușor.

Prin fracționare se reduce valoarea scriptică a acțiunilor, dar și valoarea de piață, fără a afecta însă averea acționarilor care le dețin. După operațiune, acționarul va deține un număr sporit de acțiuni, fiecare având o valoare mai mică, dar în total același capital.

6.7. Rolul salariaților ca aducători de fonduri proprii

Personalul poate contribui semnificativ la finanțarea prin fonduri proprii. Societățile comerciale recurg la acest sistem, în căutare de mijloace pentru a motiva și impulsiona cointeresarea salariaților pentru creșterea economică, sporirea eficienței activității specifice, care pot conduce la creșterea câștigului lor. Succesul unei asemenea metode de aprovizionare cu capitaluri proaspete decurge, totodată, și din avantajele fiscale atât în favoarea întreprinderii, cât și a salariaților.

În țările cu economie de piață dezvoltată se cunosc cinci modalități care permit salariaților să participe cu fonduri în procesul exploatării sau al investirilor și, prin urmare, să devină coproprietari:

a) **Participare reglementată juridic.** În conformitate cu legislația în vigoare, întreprinderile cu peste 100 de salariați formează un fond de rezervă special pentru această destinație, într-un cuantum determinat în felul următor:

$$\text{Fondul de rezervă} = 1/2\left(B - \frac{5C}{100}\right)\left(\frac{S}{Va}\right)$$

în care: B = beneficiul fiscal realizat;
C = capitalul propriu;
S = volumul salariilor;
Va = valoarea adăugată.

Rezerva constituită devine indisponibilă pentru salariați pentru o perioadă de cinci ani. Gestionarea fondului de rezervă se face în conformitate cu acordul de participare: depuneri spre economisire în depozite bancare pe numele salariaților, pentru subscrieri de acțiuni emise de societatea respectivă, pentru achiziționarea de titluri de pe piața financiară, pentru afectarea sumei la un fond de investiții sau pentru preluarea întreprinderii de către salariați.

Rezerva este deductibilă din rezultatele financiare. Rezerva devine fond propriu doar atunci când se cumpără acțiuni ale societății de referință.

b) **Metoda planurilor acționariatului.** Societatea comercială propune salariaților să cumpere acțiuni – când are loc o creștere de capital prin noi aporturi de numerar – dar cu precădere salariaților cu anumită vechime şi continuitate în muncă.

Societatea comercială poate decide creşteri de capital social rezervate exclusiv salariaților proprii, cu renunțarea sau fără renunțarea acționarilor la dreptul preferențial de subscriere (d. s). Practica acestei metode arată că mărimea creşterii de capital, în asemenea conjunctură, nu depăşeşte 20% din capitalul social într-o perioadă de 5 ani.

Prețul de emisiune al acțiunilor se stabileşte, de regulă, la nivelul cursului bursier al vechilor acțiuni sau mai mic cu cel mult 10%. În cazul societăților necotate la bursă prețul de emisiune se stabileşte de AGA.

Eliberarea acțiunilor se face într-un interval de cel mult 3 ani, prin rețineri din salarii. Vărsămintele efectuate de salariați sunt scutite de impozit pe venit. Concomitent şi societatea comercială poate spori fondurile proprii printr-o sumă egală cu cea vărsată de salariați, de asemenea deductibilă fiscal din rezultatele financiare.

c) **Constituirea organizată de economii.** Din inițiativa întreprinderii sau ca urmare a unui acord cu salariații se prelevă periodic părți din veniturile salariale în vederea constituirii unui fond destinat achiziționării de titluri, în special emise de întreprinderea de referință, dar nu numai.

Gestionarea fondurilor colectate se face individual sau colectiv pentru cumpărări de acțiuni în cazul creșterilor de capital cu aport de numerar, sau pentru plasarea în titluri diverse în vederea răscumpărării întreprinderii de către salariați. În cazul cumpărării acțiunilor societății de referință, există interdicții de a nu le vinde timp de cel puțin 5 ani. Pe plan fiscal, vărsămintele făcute de salariați la fondul de economii comune sunt exonerate de la plata impozitului pe salarii, după cum și fondurile sporite de întreprinderi în același cuantum cu salariații sunt deductibile din rezultatele financiare.

d) **Metoda opțiunilor de subscriere.** Salariații pot căpăta aceleași drepturi preferențiale de subscriere ca și acționarii, în măsura în care-și manifestă expres dorința de a cumpăra acțiuni noi emise de întreprinderea unde-și desfășoară activitatea. Evident că salariații beneficiază, în acest caz, de avantaje pecuniare întrucât pot cumpăra acțiuni la prețul de emisiune, care se situează între valoarea nominală și cursul vechilor acțiuni:

$$VN < PE < C$$

Subscrierea se face deci la un preț determinat și într-o perioadă de timp prestabilită.

e) **Preluarea întreprinderii de către salariați.** Metoda este aplicabilă întreprinderilor cu peste 20 de salariați și comportă câteva etape:

⇒ crearea unei societăți holding de către salariați, cu scopul expres de răscumpărare a capitalului întreprinderii - total sau parțial. Salariații pot avea capital, fie din fondurile lor proprii, fie împrumutându-se la instituții financiare;

⇒ încă de la crearea sa, societatea holding poate obține drept de vot în adunarea generală a societății țintă, fie ca urmare a fondurilor proprii aduse, fie a celor cu care s-a împrumutat. În cazul împrumutului, acesta vizează un termen lung;

⇒ societățile holding rambursează datoriile pe seama dividendelor obținute de la societatea pe care o răscumpără.

6.8. Costul capitalului propriu

Costul capitalului este rata rentabilității cerută de aducătorii de capital, fie că sunt acționari, fie creanțieri, pentru finanțarea proiectelor întreprinderii. Altfel spus, costul capitalului este efortul financiar pe care trebuie să-l facă întreprinderea pentru aprovizionarea sa cu capitaluri.

Dacă pentru întreprindere costul capitalului reprezintă efortul de remunerare a capitalului obținut de la acționari sau creanțieri, pentru aducătorii de capital acesta este egal cu rentabilitatea cerută pentru a consimți să-și plaseze capitalurile.

În ultimă instanţă, costul capitalului este rata randamentului minim obţinută de investitori, în măsură să garanteze acţionarilor un câştig comparabil celui pe care l-ar putea obţine pe piaţă în aceeaşi clasă de risc.

Întreprinderile folosesc surse de finanţare diverse. Pentru finanţări interne: beneficiul propriu, fondul de amortizare, rezerve constituite. Pentru finanţări externe: capital social adus de acţionari, împrumuturi obligatare, credite bancare. Toate sursele de finanţare comportă costuri sub forma dividendelor, dobânzilor şi altor cheltuieli pentru intermediari.

Costul capitalurilor proprii, poate fi analizat:

⇒ ca un cost explicit;

⇒ ca un cost implicit.

6.8.1. Costul explicit al capitalului propriu

Costul explicit suportat de societatea comercială pentru aprovizionarea cu capitaluri proprii exprimă, desigur, un flux financiar negativ. Toate aporturile de capital din afara întreprinderii ocazionează costuri explicite întrucât investitorii nu-şi plasează lichidităţile lor decât contra unei remuneraţii care, pentru întreprindere, este cost explicit.

Costul explicit al capitalului propriu se poate exprima sub forma unor indicatori, prezentaţi deja într-un capitol anterior, cum ar fi:

$$\text{Dividend pe acţiune} = \frac{\text{Suma dividendelor de plată}}{\text{Nr. acţiunilor emise}}$$

$$\text{Rata distribuirii dividendelor} = \frac{\text{Volumul dividendelor plătite}}{\text{Beneficiul net}}$$

$$\text{Randamentul pe acţiune (cost)} = \frac{\text{Dividendul cuvenit unei acţiuni}}{\text{Cursul acţiunii}}$$

De fapt, costul oricărei surse de finanţare, deci şi a capitalului propriu, este definit ca fiind rata actuarială care permite egalitatea dintre valorile actuariale ale intrărilor de fonduri şi cele ale ieşirilor de fonduri nete. Asta înseamnă că valoarea economică actuală a acţiunilor (preţul de vânzare al acestora sau cursul bursier) este egală cu valoarea tuturor fluxurilor de lichiditate (ieşiri) pe care le vor primi în viitor deţinătorii de acţiuni (valoarea actuarială a remuneraţiei lor), plus valoarea actuală a acţiunilor în momentul vânzării lor.

Ţinând seama însă că plata dividendelor se efectuează periodic (în timp) şi că momentul producerii acestor fluxuri negative este diferit de momentul vânzării acţiunilor (flux pozitiv), apare necesitatea calculării costului actuarial, sub forma

RRI, care să permită egalitatea dintre fluxurile financiare pozitive inițiale și fluxurile negative viitoare actualizate:

Dacă notăm cu:

D = cuantumul anual al dividendelor viitoare;

V = valoarea acțiunilor în momentul vânzării lor;

F_0 = valoarea bursieră (de piață) a acțiunilor;

K = costul actuarial suportat de întreprinderea emitentă.

$$F_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{V}{(1+K)^n}$$

Pentru o perioadă mai îndelungată, nedefinită, costul actuarial are în vedere numai dividendele viitoare (valoarea reziduală a acțiunilor având o importanță mai mică) și formula de calcul devine:

$$\boxed{F_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K)^t}}$$

Exemplu. Un acționar care a cumpărat o acțiune cu 270000, pe care dorește s-o păstreze 6 ani, sperând să obțină constant un dividend anual de 60000, în condițiile când valoarea reziduală a acțiunii este nulă, va realiza o rentabilitate actuarială (cost pentru emitentul acțiunii) de 8,89%.

$$270000 = \frac{60000}{1+K} + \frac{60000}{(1+K)^2} + \ldots \frac{60000}{(1+K)^6}$$

$$270000 = 60000 \cdot \left(\frac{1}{1+K} + \frac{1}{(1+k)^2} + \ldots \frac{1}{(1+k)^6} \right)$$

$$270000 = 60000 \times \frac{1-(1+K)^{-6}}{K}$$

$$\frac{1-(1+K)^{-6}}{K} = \frac{270000}{60000} = 4{,}5$$

$$K = 8\%;\ f(0{,}08) \rightarrow 4{,}622879 > 4{,}5 \rightarrow K > 0{,}08$$

$$K = 10\%;\ f(0{,}01) \rightarrow 4{,}355260 < 4{,}5 \rightarrow K < 0{,}1$$

$$K = 0{,}08 + 0{,}02 \times \frac{4{,}622879 - 4{,}5}{4{,}622879 - 4{,}355260}$$

$$K = \boxed{8{,}89\%}$$

Este cunoscut faptul că efortul financiar de remunerare a capitalului propriu – cost explicit pentru întreprindere – reprezintă rentabilitatea capitalului pentru

acţionari, dar fiscalitatea sau alte cheltuieli de intermediere fac ca rentabilitatea netă pe care o obţine acţionarul să nu fie tocmai egală cu costul explicit suportat de întreprindere.

În ultimă instanţă, rentabilitatea aşteptată de acţionar, cost pentru întreprindere (K), se compune din rata rentabilităţii actuariale a capitalului său (dividend D) plus creşterea acestei rentabilităţi (g) determinată de beneficiul pe care consimte să-l reinvestească în fiecare an, în loc să-l primească drept dividend.

Exemplu. O acţiune cu VN = 1000 generează o rentabilitate de 12% pe an din care 50% se acordă ca dividend, iar 50% se reinvesteşte cu aceeaşi rentabilitate. Pentru următorii 5 ani acţionarul va primi dividende, în sume absolute, după cum urmează:

Tabelul nr. 13

	N	*N + 1*	*N+ 2*	*N + 3*	*N + 4*	*N + 5*
Capitalul	1000	1060	1123	1189,15	1258,61	1331,54
Beneficiul		120	126	132,3	138,91	145,85
Reinvestire		60	63,00	66,15	69,46	72,93
Dividend		60	63,00	66,15	69,45	72,93

Capitalul propriu al acţionarului a crescut succesiv de la un an la altul (de la 1000 în anul N, la 1331,54 în anul N + 5). Chiar dacă creşterea n-a fost încorporată în capitalul social, ci în fondul de rezervă, ea a generat, totuşi, rentabilitatea de 12%, din care jumătate a fost acordată acţionarilor ca dividend. Acesta este motivul pentru care rentabilitatea cerută de acţionari se compune din dividendul cuvenit la capitalul social, plus sporul de dividend generat de creşterea economică anuală.

$$R = \frac{\text{Dividend}}{\text{Capital social}} + g$$

Rentabilitatea (costul explicit) unei acţiuni pentru investitor este rata de actualizare care permite egalitatea dintre valoarea acestei acţiuni şi fluxurile de dividende viitoare.

6.8.2. Costul implicit al capitalului propriu

Costul implicit sau de oportunitate se caracterizează prin faptul că nu provoacă fluxuri financiare negative sau de ieşire.

Costul de oportunitate este legat de existenţa unor resurse de finanţare care se formează în întreprindere şi care se folosesc pe loc (fondul de amortizare, beneficiul nedistribuit, fondul de rezervă etc.).

Astfel de resurse apar ca "gratuite" dar, practic, ele au un cost întrucât aparțin acționarilor și dacă ar fi date acestora ei ar putea să le plaseze cu remunerație.

> Costul de oportunitate al unei resurse, existente la un moment dat, este costul la care întreprinderea ar putea să obțină o resursă identică cu aceasta. El reprezintă deci rentabilitatea pe care o pretind actualmente aducătorii de fonduri, dacă întreprinderea ar recurge la ei pentru reînnoirea resurselor sale.

Costul de oportunitate prezintă o mare importanță pentru întreprinderile cotate la bursa de valori, pentru că este costul la care ar putea să-și sporească volumul mijloacelor sale de finanțare. La întreprinderile cotate costul este determinat de oscilațiile cursului acțiunilor. Conceptual, costul de oportunitate stă în atenția tuturor întreprinderilor (nu numai a celor cotate) pentru care el este costul marginal al resurselor suplimentare identice cu resursele deținute.

Costul capitalului este independent de sursele de finanțare, ca și de caracteristicile economice ale societăților comerciale. Capitalul propriu trebuie remunerat, ca și cel împrumutat, în condițiile exigenței pieței. Întreprinderile, indiferent de talie, indiferent că înregistrează un proces de creștere economică sau sunt stagnante nu pot pretinde alte niveluri de costuri ale capitalului avansat, adică nu pot pretinde altă rată a rentabilității proiectelor, decât cea a pieței.

Teoria financiară modernă acceptă, ca regulă generală, că remunerarea fondurilor proprii trebuie să fie egală cu rata dobânzii fără risc plus o primă de risc. Rata dobânzii fără risc este dobânda minimă pe care ar putea-o primi acționarii dacă și-ar investi capitalurile în plasamente fără nici un risc - cum ar fi obligațiuni de stat - în loc de a le pune la dispoziția diverșilor investitori care, inerent, comportă un anumit risc, deci o rentabilitate incertă. Prima de risc reprezintă o majorare a rentabilității cerute de acționari care să compenseze riscul asumat de aceștia când s-au hotărât să-și plaseze disponibilitățile în acțiuni.

Costul capitalului este costul obținerii fondurilor proprii de către societățile comerciale la un moment dat. Aplicat la valoarea de piață a societății - valoarea bursieră - costul capitalului este egal cu rentabilitatea cerută pe piața capitalurilor (piața financiară). Costul capitalului propriu ține cont de randamentul acțiunilor și creșterea previzibilă a dividendelor, mai precis, **el este egal cu rata actuarială** care se obține pornind de la egalitatea dintre valoarea bursieră a întreprinderii și valoarea actuarială a fluxurilor pozitive viitoare (în principal, dividende).

În toate cazurile, costul unei surse de finanțare, fie că este capital propriu, fie capital împrumutat, nu poate fi acceptat decât dacă este mai mic sau cel mult egal cu rata rentabilității scontată de întreprinzător:

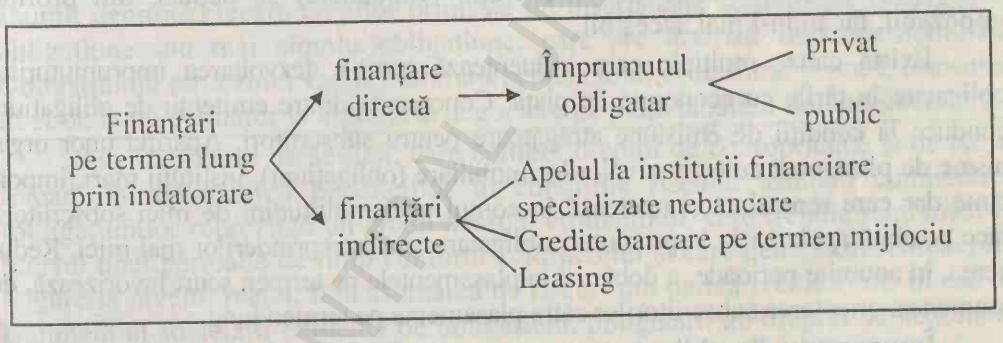
$$K \leq R$$

CAPITOLUL 7

Finanțări prin angajamente la termen

Finanțările pe termen lung prin îndatorare sunt, în toate cazurile, finanțări externe, în sensul că sursele vin din afara entității împrumutate. Ele pot fi realizate atât **sub formă directă,** prin care agenții economici cu necesități de finanțare se împrumută pe piața financiară direct de la cei care au lichidități de plasat, cât și **în mod indirect,** când între deținătorii de lichidități și cei cu necesități de finanțare apar intermediarii financiari sub forma băncilor și altor instituții financiare nebancare.

Împrumutul obligatar este o astfel de metodă de finanțare, externă și directă.



7.1. Împrumutul obligatar

Apelul la economiile publice sau împrumutul obligatar este un contract de credit încheiat între o masă de creditori și un singur debitor, o modalitate de procurare de resurse financiare pe termen lung și într-un cuantum ridicat, necesare asigurării creșterii economice și respectării unor obligații de plăți asumate. Împrumutatul obligatar este accesibil marilor societăți comerciale pe acțiuni sau statului.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

7.1.1. Împrumutul obligatar privat

Pentru a emite un împrumut obligatar, societățile pe acțiuni trebuie să aibă cel puțin doi ani de existență și două bilanțuri legal aprobate de organele fiscale, să ofere garanții obligatarilor, fie direct, prin patrimoniul propriu, fie indirect, prin mijlocirea unor terți precum bănci, consorții bancare etc. Decizia de emisiune de obligațiuni revine consiliului de administrație al societății pe acțiuni sau adunării generale a acționarilor cu o majoritate de cel puțin două treimi.

Este cunoscut faptul că pentru întreprinderi, de multe ori, capitalul propriu este nesatisfăcător, iar creșterea acestuia prezintă greutăți, atât sub aspectul condițiilor juridice, cât mai ales ca urmare a reticenței subscriitorilor determinată de existența riscului de pierdere și chiar a riscului de pierdere a controlului pentru conducătorii întreprinderii sau pentru acționarii majoritari.

Pe de altă parte, finanțarea întreprinderilor prin apelul la credite bancare se dovedește adesea dificil de realizat ca urmare a costului ridicat și a condițiilor restrictive ale contractului de credit, cerute de bănci.

Acești factori fac ca întreprinderile să recurgă la împrumuturi obligatare care prezintă avantajul esențial că remunerația (cupoanele) se deduce din profitul impozabil, făcându-l mai accesibil.

Există cauze multiple care influențează pozitiv dezvoltarea împrumuturilor obligatare în țările cu economie de piață. Concurența dintre emitenții de obligațiuni conduce la condiții de emisiune atrăgătoare pentru subscriitori. Apariția unor organisme de plasament colectiv a valorilor mobiliare (obligațiuni), instituții mari, importante dar care reprezintă și operează în contul unei multitudini de mici subscriitori, face posibilă apelarea la împrumuturi obligatare și a întreprinderilor mai mici. Reducerea, în anumite perioade, a dobânzii la plasamentele pe termen scurt favorizează, de asemenea, orientarea subscriitorilor către plasamente pe termen lung.

Împrumuturile obligatare se pot emite fie individual, de către societăți comerciale puternice, **fie grupat.** Această a doua variantă poate avea loc prin asocierea mai multor agenți economici care să garanteze solidar împrumutul sau prin intermediul unor instituții sau organisme de plasament colectiv, constituite ca societăți anonime, care repartizează fondurile recepționate sub formă de credite întreprinderilor aderente cu nevoi de finanțare .

Împrumutul obligatar grupat prezintă avantajul pentru emitent că suportă costuri administrative mai reduse, întrucât o parte a cheltuielilor este repartizată întreprinderilor împrumutate. Chiar și întreprinderile mari pot folosi împrumuturi obligatare grupate când au nevoi relativ reduse de finanțare și nu doresc să-și consume capitalul de încredere față de public prin împrumuturi obligatare individuale frecvente, păstrându-și această alternativă doar pentru împrumuturi mai consistente.

7.1.2. Împrumutul obligatar public

Alături de îndatorare pe termen scurt prin bonuri de tezaur, statul recurge la piața financiară și în scopul împrumuturilor pe termen lung. În ultimă instanță, în țările cu economie de piață statul, sau diverse instituții ale sale, este principalul emitent de obligațiuni, urmărind obținerea de resurse necesare finanțării unor lucrări publice, pentru acoperirea deficitului bugetar, dar și pentru restrângerea cantității de numerar existente în circulație prin colectarea lichidităților existente pe piață.

Apelul la economiile publice poate fi lansat pe piața internă sau pe piețele financiare externe. Durata de viață a unui împrumut obligatar a căpătat, în ultimul timp, tendința de reducere, determinată de marea fluctuație a ratei dobânzii, dar și de aversiunea subscriitorilor față de lichiditate.

Obligațiunea este un titlu de credit pe termen lung emis de către o societate pe acțiuni, o instituție guvernamentală sau municipală, a cărei rambursare este, în mod obișnuit, garantată prin bunuri patrimoniale sau ipoteci. În timp ce pentru emitent obligațiunile reprezintă datorii care generează plăți periodice sub formă de dobânzi, pentru subscriitori ele reprezintă drepturi de creanță.

Obligațiunile semnifică un împrumut acordat de o masă de creditori unui anumit debitor. Fiecare creditor primește un înscris care se numește certificat de obligațiune sau mai simplu obligațiune, care are înscrisă valoarea nominală. Obligațiunile reprezintă valori mobiliare, emise în diferite sume și pot fi transmise liber de la un deținător la altul, prin negociere pe piața bursieră sau extrabursieră.

Spre deosebire de acțiuni, care conferă dreptul de coproprietate și de participare la repartizarea beneficiilor în condițiile riscului asumat, cumpărarea obligațiunilor reprezintă un credit acordat emitentului, care trebuie rambursat în cursul unei perioade de timp conform contractului și care generează remunerații sigure la nivelul pieței, fără asumarea de riscuri din partea creditorilor. În caz de faliment al societății emitente de obligațiuni, obligatarii au dreptul de acțiune în justiție pentru recuperarea drepturilor lor (împrumutul plus dobânda).

Rolul creditului obligatar pentru societățile private este relativ minor în comparație cu creditul bancar. În schimb, băncile care creditează întreprinzătorii privați pot apela în mare măsură la astfel de împrumuturi obligatare, ceea ce înseamnă, în ultimă instanță, că și întreprinderile beneficiază de sumele constituite. De regulă numai societățile cotate la bursă pot lansa împrumuturi obligatare.

Remunerația investitorului se materializează în dobânzi care se plătesc periodic sub formă de cupoane.

$$\text{Valoarea cuponului} = \frac{\text{Valoarea nominală a obligațiunii} \times \%\text{dobândă}}{100}$$

de unde rezultă:

$$\text{Rata dobânzii la împrumutul obligatar} = \frac{\text{Valoarea cuponului anual} \times 100}{\text{Valoarea nominală a obligațiunii}}$$

Restituirea capitalului către creditori coincide cu expirarea contractului de credit obligatar. Restituirea poate avea loc, fie prin amortizarea obligațiunilor de către emitent, fie prin răscumpărarea obligațiunilor de piață de către emitent la cursul bursei.

7.1.3. Părțile care intervin în împrumutul obligatar

În efectuarea unei emisiuni de obligațiuni pot interveni următoarele părți: fiduciarul, curtierul, banca și comisia valorilor mobiliare.

Fiduciarul. Când o societate comercială intenționează să procedeze la emisiunea unui împrumut obligatar, mai întâi ea semnează în favoarea unui fiduciar un act prin care-l autorizează să acționeze în numele viitorilor subscriitori de obligațiuni (creditori) în vederea apărării și respectării drepturilor lor. Fiduciarul înlocuiește, deci, masa creditorilor în relațiile cu societatea emitentă, verifică îndeplinirea obligațiilor societății de a păstra corespunzător bunurile în ipotecă, drept garanție a împrumutului, plata cu regularitate a cupoanelor, precum și amortizarea la timp a obligațiunilor.

Prezența fiduciarului asigură supravegherea societății comerciale emitente, în numele creditorilor care, dispersați fiind în teritoriu, n-ar putea-o face ei înșiși. Pe de altă parte însă, prezența fiduciarului ușurează foarte mult sarcinile societății emitente a obligațiunilor, scutind-o să trateze cu fiecare creditor în parte, ceea ce ar fi prea costisitor.

Curtierul. Vânzarea obligațiunilor emise se realizează prin intermediul unui curtier sau al mai multor curtieri în valori mobiliare, care cunosc bine piața financiară, fiind cei mai pregătiți pentru a găsi fonduri de împrumut, respectiv să plaseze obligațiunile.

În mod obișnuit curtierii subscriu prin forfait întregul împrumut, adică achiziționează pe contul lor, încă de la început, toate obligațiunile emise pe care, ulterior, le vând diverșilor cumpărători. În felul acesta ei permit societății emitente să dobândească repede și dintr-o dată întreaga sumă a împrumutului.

Rolul curtierului se face simțit și pe parcursul duratei împrumutului obligatar. El este acela care poate cumpăra obligațiunile oferite spre vânzare de diverși deținători, urmând să le revândă altor cumpărători, acționând astfel spre menținerea stabilității cursului lor. Circulația obligațiunilor (vânzarea-cumpărarea), după emisiune, nu modifică angajamentele societății comerciale luate cu prilejul emiterii, referitor la plata cupoanelor și rambursarea datoriei.

Banca. Toate operațiunile de trezorerie aferente împrumutului obligatar se efectuează prin intermediul ghișeelor bancare: vărsarea sumelor de cumpărătorii obligațiunilor, plata periodică a cupoanelor, amortizarea la scadență a obligațiunilor.

Pe lângă operațiunile de trezorerie, proprii oricărui împrumut obligatar, banca mai poate juca un rol important și pe linia operațiilor de consulting și de garantare a împrumutului.

Prin intermediul personalului de specialitate de care dispune, banca oferă, la cerere, consultații calificate privitor la suma totală a împrumutului (în funcție de posibilitățile de absorbție ale pieței), prețul de emisiune al obligațiunilor, astfel încât să se poată vinde într-un termen rezonabil, durata totală a împrumutului, nivelul dobânzii împrumutului etc.

Dar și mai importante se pot dovedi serviciile bancare de garantare a succesului operațiunii de plasare pe piață a obligațiunilor, într-un termen conform prospectului de emisiune, În acest sens, la cererea întreprinderii, banca se poate angaja că în cazul neplasării integrale, în termenul legal, a obligațiunilor, să cumpere ea cantitatea rămasă nevândută, pentru ca împrumutul să devină valabil din punct de vedere juridic. Evident că banca nu-și propune să păstreze obligațiunile, întrucât în acest mod va deveni ea însăși creditoare, ci va pune în vânzare în continuare obligațiunile, în afara termenului legal de plasare a împrumutului. Banca își asumă, desigur, niște riscuri acceptând să garanteze împrumutul obligatar, pentru care în mod îndreptățit pretinde un comision de garantare din partea emitentului împrumutului.

Comisia valorilor mobiliare. Toți creditorii potențiali trebuie să dispună de informații suficiente cu privire la situația economico-financiară a emitentului pentru a se decide să-și plaseze disponibilitățile în obligațiuni. Comisia valorilor imobiliare este un organism jurisdicțional care supraveghează operațiunile cu valori mobiliare. Toate emisiunile de obligațiuni trebuie înregistrate la această comisie; prin intermediul ei emitentul difuzează un prospect către toți cei interesați să achiziționeze obligațiuni, în care se detaliază scopurile împrumutului, suma totală a acestuia, numărul și valoarea nominală a obligațiunilor, caracteristicile împrumutului, precum și situația financiară a emitentului în momentul care precede împrumutul.

7.1.4. Categorii de obligațiuni

Ca urmare a variației cursului obligațiunilor la bursă și a ratei dobânzii pe piața financiară, rentabilitatea pentru investitori, respectiv costul pentru societățile emitente sunt aleatorii. Incertitudinea și riscurile pentru veniturile viitoare au determinat apariția unei mari varietăți a obligațiunilor, cu caracteristici diferite, tinzând spre reducerea, cât mai mult posibil, a riscurilor.

Pentru început putem împărți obligațiunile în două grupe mari: obligațiuni ordinare, cu dobândă constantă sau cu dobândă variabilă, și obligațiuni convertibile. Obligațiunile ordinare clasice, garantate cu ipoteci sau alte valori patrimoniale, rambursabile la scadențe prestabilite, purtătoare de dobânzi plătibile de 2 ori pe an, s-au dovedit nesatisfăcătoare pentru varietatea opțiunilor investitorilor. Au fost create obligațiuni care posedă și alte caracteristici în stare a le face să pătrundă în cele mai diverse segmente ale pieței capitalurilor: obligațiuni negarantate, obligațiuni înmatriculate, obligațiuni înseriate, obligațiuni cu fond de amortizare, obligațiuni cu venit variabil, obligațiuni participative, obligațiuni asimilabile, obligațiuni cu cupon zero, obligațiuni perpetue, obligațiuni speciale cu cupon de reinvestire.

În ultimă instanță, diversitatea tipurilor de obligațiuni a fost generată de necesitatea acoperirii celor 2 riscuri pe care le încorporează: riscul prețului de piață (curs bursier) și riscul ratei dobânzii. Concurența obligă întreprinderile emitente să propună formule cât mai atractive, care să asigure plasarea acestora.

Obligațiunile negarantate se caracterizează prin faptul că societatea comercială emitentă nu le garantează cu nici un fel de bun sau ipotecă, investitorii se bazează pe solvabilitatea generală și bonitatea societății și nicidecum pe posibilitatea recuperării capitalului pe seama lichidării bunurilor gajate de către emitent. Astfel de obligațiuni pot emite numai marile societăți pe acțiuni și organismele administrației publice, care nu ridică nici o problemă cu privire la solvabilitate. Rata dobânzii este însă mai mare la astfel de obligațiuni, decât la cele garantate.

Obligațiunile înmatriculate, spre deosebire de cele la purtător, sunt înregistrate în evidența fiduciarului pe numele deținătorului. Circulația acestor titluri presupune reînregistrarea lor pe numele noului deținător.

Obligațiunile înseriate se rambursează eșalonat, la scadențe prestabilite, în funcție de seria înscrisă pe titlu. Amortizarea împrumutului începe după un anumit timp de la emiterea obligațiunilor, dar se cunoaște de la început care va fi ordinea de rambursare a obligațiunilor.

Obligațiuni cu fond de amortizare. În vederea suportării efortului financiar ocazionat de scadențele împrumutului, societatea emitentă de obligațiuni creează treptat un fond de amortizare, vărsând periodic fiduciarului sume ce vor fi înscrise pe numele societății. Creând acest fond de amortizare obligatarii capătă certitudinea că la scadență obligațiunile lor vor fi rambursate. Sumele vărsate în acest fond nu mai pot fi utilizate sau retrase de societate. Fiduciarul gestionează fondul creat, plasându-l pe termen scurt sau alte termene în vederea valorificării lichidităților. Totalul sumelor obținute din vărsămintele societății și din remunerațiile obținute din plasamente servesc pentru rambursarea împrumutului obligatar la scadență. Dacă sumele acumulate nu acoperă rambursarea obligațiunilor scadente, societatea trebuie să completeze diferența.

Obligațiuni cu venit variabil se mai numesc și obligațiuni indexate. Aceste obligațiuni permit subscriitorilor de a se apăra contra efectelor creșterii prețurilor

prin menținerea puterii de cumpărare a obligațiunilor, întrucât se prevede că valoarea lor și uneori dobânda și prima de rambursare vor varia în funcție de un indice monetar sau nemonetar și în limitele unui plafon. Corespunzător, emitentul își asumă riscul unei creșteri de prețuri, compensația fiind suportată de către întreprindere, adică de acționari.

Obligațiunile participative reprezintă o variantă a obligațiunilor indexate, o îmbinare între acțiuni și obligațiuni clasice. Astfel de titluri comportă o dobândă fixă, care se majorează cu o dobândă suplimentară în funcție de rezultatele financiare ale întreprinderii și o primă de rambursare minimă. Pentru emitent avantajul acestui tip de obligațiuni constă în faptul că remunerația acordată nu crește decât în măsura în care rezultatele financiare îi permit.

Obligațiuni cu cupon zero și cu cupon unic. Obligațiunile cu cupon zero prezintă particularitatea de a nu oferi nici un fel de remunerație periodică (cupon). Venitul unor asemenea obligațiuni se acordă o singură dată, la scadență, ca diferență între prețul de rambursare și prețul de emisiune, ceea ce corespunde capitalizării dobânzii pe întreaga perioadă de viață a împrumutului obligatar. Principiul este asemănător și pentru obligațiunile cu cupon unic: dobânzile sunt vărsate de emitent numai la scadența finală a împrumutului.

Ambele tipuri de obligațiuni sunt avantajoase pentru emitent întrucât îi ușurează sarcinile de trezorerie pe parcursul împrumutului. Pentru subscriitori avantajele sunt în primul rând de ordin fiscal, pentru că rămâne impozabilă numai plusvaloarea în capital realizată, impozitarea veniturilor din dobânzi nemaiavând loc; în al doilea rând, subscriitorii beneficiază în cazul scăderii ratei dobânzii pe piața financiară pentru că valoarea de rambursare este calculată în momentul emisiunii. În plus, subscriitorii nu mai trebuie să se preocupe anual de reinvestirea cupoanelor.

Obligațiunile asimilabile sunt emise de stat sau organisme guvernamentale și se caracterizează prin faptul că în termenul legal al împrumutului se pot emite alte obligațiuni, cu aceleași caracteristici ca și cele precedente. Noile obligațiuni sunt asimilate cu primele, numai că termenul de scadență este prelungit.

Obligațiuni perpetue sau cu durată nedeterminată se emit de întreprinderi din sectorul public sau de bănci. Ele reprezintă plasamente sigure și bine remunerate, astfel că investitorii nu sunt interesați în rambursarea obligațiunilor.

Obligațiunile speciale cu cupon de reinvestire permit deținătorilor să reinvestească cupoanele anuale în obligațiuni cu aceleași caracteristici ca și cele de origine. Posibilitatea reinvestirii este privită ca o favoare sau o răsplată pentru vechii obligatari, care văd în societatea respectivă un foarte bun plasament.

Obligațiuni cu bon de subscriere (Warrants). Astfel de obligațiuni sunt cu dobândă fixă și însoțite de un bon care dă dreptul de a subscrie ulterior, la un termen și preț determinate, obligațiuni de aceeași natură cu cele de origine. Dobânda este inferioară ratei dobânzii de pe piața financiară, tocmai ca urmare a dreptului de a subscrie și alte obligațiuni. Bonurile pot avea o circulație liberă și

separată de obligațiunile cărora le-au fost atașate inițial, ele fiind cotate separat la bursă.

Aceste obligațiuni oferă avantajul pentru deținători de a putea subscrie în viitor la un împrumut cu condiții bune, în cazul scăderii ratei dobânzii pe piața financiară. Pentru emitent, avantajul constă în posibilitatea de a beneficia de un împrumut cu dobândă mai mică, dar pierde posibilitatea de a mai beneficia de eventualitatea scăderii ratei dobânzii pe piața financiară.

Obligațiunile deschise, numite și obligațiuni cu ieșire opțională, permit părților (subscriitor, emitent) să iasă din contract înaintea scadenței, la anumite termene prestabilite. Dacă inițiativa rambursării o are subscriitorul, el va suporta o anumită penalitate în sensul micșorării valorii ultimului cupon; dacă inițiativa aparține emitentului, el va acorda subscriitorului o primă de rambursare. Obligațiunile deschise prezintă avantaje pentru ambele părți: emitentul poate ieși din contract dacă se constată o scădere a ratei dobânzii pe piața financiară, iar subscriitorul în cazul creșterii ratei dobânzii pe piața financiară, pentru a-și plasa capitalul în alte operațiuni.

7.1.5. Cotarea și cursul obligațiunilor

Obligațiunile sunt negociabile la bursă dar numai dacă societatea comercială emitentă solicită să fie cotate. Cererea de cotație aparține întreprinderii, iar cotația constă într-o analiză a situației generale a întreprinderii, pe baza datelor financiare, organizatorice, a climatului social din întreprindere, perspectivelor de creștere economică, precum și a calității gestionării.

Există agenții independente, specializate în astfel de operațiuni, care, pe baza datelor furnizate de întreprindere, comensurează gradul de lichiditate al emitentului de obligațiuni, în principal capacitatea de rambursare. Rezultatul se transmite întreprinderii printr-o scrisoare.

Cotația aduce un plus de securitate plasamentelor în obligațiuni, putându-se obține condiții mai bune de dobândă pentru emitent.

Cotarea obligațiunilor se face procentual, indiferent de valoarea nominală a acestora. Dacă, spre exemplu, o obligațiune are valoarea nominală de 7000, poate fi cotată cu 106%, ceea ce înseamnă că valorează 7000 x 106% = 7420. Cotarea se efectuează și asupra cuponului cuvenit, exprimându-se tot procentual și se adaugă la cursul obligațiunii.

Exemplu:

Cursul obligațiunii 106,52%
Cursul cuponului 6,45%
Valoarea nominală a obligațiunii 7000
Valoarea bursieră a obligațiunii 7907,90

7000 (106,52% + 6,45%) = 7907,90

Cine vrea să cumpere o obligațiune va plăti valoarea de piață, adică 7907,90.

Prețul unei obligațiuni fluctuează invers proporțional cu rata dobânzii pe piața financiară: dacă rata dobânzii crește, scade prețul obligațiunilor; dacă rata dobânzii scade, crește prețul obligațiunilor.

crește rata dobânzii	⟶	scade cursul
scade rata dobânzii	⟶	crește cursul

O obligațiune cu valoare nominală de 1000 cu o dobândă de 10% pe an aduce un venit de 100 anual. Dacă peste un timp rata dobânzii pe piața financiară crește la 11%, nimeni n-are interesul să mai cumpere obligațiuni cu 10%, ci va subscrie obligațiuni noi cu 11% dobândă. Prin urmare, cursul obligațiunilor vechi va scădea.

7.1.6. Împrumuturi obligatare ordinare

Împrumutul obligatar cu emisiune de obligațiuni ordinare se poate realiza numai de societăți comerciale cotate la bursă, cu condiția să aibă cel puțin 2 ani vechime și 2 bilanțuri legal aprobate. Capitalul societății trebuie să fie în întregime liber, adică să nu fie grevat de alte împrumuturi. Adunarea generală a acționarilor este cea care decide asupra efectuării împrumutului, iar realizarea practică revine consiliului de administrație, care trebuie să-l finalizeze în decursul unei perioade determinate anticipat.

Plasarea titlurilor este încredințată unui sindicat bancar care, de regulă, garantează asupra reușitei plasamentelor, contra unui comision consistent, eventual obligându-se să cumpere titlurile rămase nevândute. Obligatarii sunt organizați într-o colectivitate cu personalitate civilă, fiind reprezentați în interesele lor față de societatea comercială de către un mandatar (fiduciarul) remunerat de emitentul obligațiunilor.

7.1.6.1. Caracteristici ale împrumuturilor obligatare

Un împrumut obligatar prezintă multiple caracteristici pentru a-i defini complet conținutul și scopul, pentru a putea fi gestionat în condiții cât mai bune, precum și pentru a putea fi cunoscut, apreciat și acceptat de aducătorii de capital. În afara unor parametri distinctivi, ca numele emitentului, suma totală a împrumutului, numărul de titluri, valoarea nominală și data subscrierii, există și parametri de randament precum prețul de emisiune, valoarea de rambursare, rata dobânzii, modul de calcul al remunerației, condiții de amortizare sau de răscumpărare.

Suma împrumutului nu este limitată juridic, societatea comercială stabilind-o în funcție de nevoile de fonduri și de capacitatea de rambursare. În practică, suma împrumutului obligatar este condiționată însă de situația pe piața financiară, adică de posibilitățile de absorbție ale acesteia.

Durata împrumutului se stabilește în funcție de nevoile de acoperit și persistența în timp a acestora, dar și de condițiile pieței: dacă rata dobânzii pe piața financiară este scăzută, este firesc să se prefere împrumuturi pe termen mai lung și, dimpotrivă, când rata dobânzii e ridicată, împrumuturile se contractează pe termene mai scurte pentru a nu ocaziona costuri prea ridicate.

Rata dobânzii se stabilește de către societatea comercială împreună cu fiduciarul, în funcție de randamentul cerut de investitori, de rata dobânzii pe piața financiară, de riscul estimat în activitatea societății comerciale și după durata împrumutului. După estimare, rata dobânzii se înscrie pe fața obligațiunii, servind drept bază de calcul pentru remunerație. Nivelul dobânzii trebuie bine fundamentat pentru ca obligațiunile să se vândă într-un termen rezonabil.

Valoarea nominală (facială) a obligațiunilor este cea înscrisă pe titlu și la care se calculează dobânda, anual sau semestrial, sub formă de cupoane.

Prețul de emisiune reprezintă suma plătită efectiv de cel ce cumpără o obligațiune. Pentru societatea comercială suma împrumutului obligatar este egală cu prețul de emisiune înmulțit cu numărul obligațiunilor puse în vânzare. Prețul de emisiune poate fi mai mare, egal sau mai mic decât valoarea nominală a obligațiunilor. Altfel spus, emisiunea de obligațiuni se poate face la valoarea nominală sau la altă valoare. $PE \geq VN$, sau $PE \leq VN$

Dacă emisiunea se realizează la valoarea nominală, suma încasată de societatea comercială reflectă pasivul său, adică obligațiile de plată. Contabil, operațiunea se prezintă astfel:

Casa	=	obligațiuni de plată

adică o intrare de activ egală cu o intrare de pasiv.

Emisiunea la altă valoare decât cea nominală poate fi **emisiunea la scont** sau **emisiune la primă.** Emisiunea unei tranșe de obligațiuni cu VN=100000 lei se poate face pentru suma de 98000 lei sau pentru 102000 lei, adică la scont sau la primă. În primul caz folosind procentajele, se spune că împrumutul s-a emis la 98, iar în celălalt la 102. Prin urmare, la emisiune se folosesc diverse cote, peste valoarea împrumutului sau sub aceasta.

- Dacă între momentul stabilirii ratei dobânzii împrumutului și înscrierea ei pe certificatele de obligațiuni și momentul vânzării efective a obligațiunilor se produce o creștere a ratei dobânzii pe piața financiară, cumpărătorii potențiali nu se vor grăbi să achiziționeze astfel de obligațiuni. În aceste împrejurări societatea emitentă va scădea prețul obligațiunilor la 98, adică va vinde la scont, pentru a compensa remunerația pieței, evitând astfel reimprimarea certificatelor de obligațiuni cu noua rată a dobânzii, ceea ce ar provoca cheltuieli suplimentare de emisiune și prelungirea termenului de intrare în posesie a sumei împrumutului.

• Dacă între momentul deciziei asupra ratei dobânzii și a imprimării ei pe certificatele de obligațiuni și vânzarea efectivă a acestora se produce o scădere a ratei dobânzii pe piața financiară, toți posibilii cumpărători se vor grăbi să achiziționeze asemenea obligațiuni; pentru a compensa însă diferența de dobândă, societatea comercială emitentă va vinde obligațiunile la primă, adică la 102.

PE > VN = vânzare la primă
PE < VN = vânzare la scont

Contabil, situația se poate prezenta astfel:

Emisiune la scont	%	= obligațiuni de plată		100000
	Casa	98000		
	Scont asupra obligațiunilor	2000		
Emisiune la primă	Casa	102000	= %	
			Obligațiuni de plată	100000
			Prime as./oblig.	2000

Emisiunea poate fi publică, atunci când obligațiunile se vând investitorilor și sunt cotate la bursă, și plasament particular, când emisiunea este preluată integral de anumiți investitori. În altă ordine de idei, împrumuturile obligatare le putem împărți în: împrumuturi exprimate în moneda națională și împrumuturi exprimate în alte monede decât cea a țării emitentului sau a țării unde se face plasarea. Este cazul împrumuturilor exprimate în dolari sau în EURO ca unitate monetară europeană, în scopul eliminării sau reducerii consecințelor fluctuației cursurilor valutare.

Obligațiunile externe sunt acelea emise pe o altă piață a capitalurilor decât piața națională. Ele pot fi: străine și internaționale. Obligațiunile străine sunt emise pe o singură piață externă, în timp ce obligațiunile internaționale se pot numi și euroobligațiuni, sunt subscrise și vândute simultan pe mai multe piețe străine.

Prețul de rambursare sau valoarea de rambursare este suma pe care o plătește emitentul deținătorului de obligațiuni la scadența împrumutului. Prețul de rambursare poate fi egal sau mai mare decât valoarea nominală a obligațiunilor:

PR ≥ VN

Rambursarea obligațiunilor la un preț mai mare decât valoarea lor nominală aduce un beneficiu deținătorului, care se numește primă de rambursare.

Este posibil ca societatea emitentă de obligațiuni să acorde o dublă primă, de emisiune și de rambursare, deși această situație se întâlnește mai rar. În ultimul timp emitenții de obligațiuni tind către dubla egalitate PE = VN = PR.

7.1.6.2. Notarea obligațiunilor ordinare

Notarea obligațiunilor are ca obiect evaluarea riscului de faliment al emitentului și are o incidență sensibilă asupra condițiilor de emisiune și mai ales asupra ratei dobânzii împrumutului. Cu cât notația este mai bună, adică emitentul are o situație economico-financiară mai bună, cu atât rata dobânzii poate fi mai scăzută, întrucât riscul este mai mic pentru investitor.

Calitatea și deci notarea obligațiunilor se stabilește în funcție de certitudinea plății de principal plus dobândă. Pe plan internațional s-a adoptat următorul sistem de notație:

AAA, obligațiuni cu cel mai înalt grad de securitate pentru obligatari;
AA, obligațiuni cu grad înalt de securitate;
A, obligațiuni cu grad de securitate peste medie;
BBB, obligațiuni cu grad mediu de securitate sau de risc;
BB, obligațiuni a căror securitate comportă elemente speculative;
B, obligațiuni cu grad de securitate incert.

Notarea obligațiunilor continuă, cu grade din ce în ce mai slabe de securitate, până la litera D care semnifică obligațiuni riscante pentru investitori.

În țările cu economie de piață dezvoltată notarea obligațiunilor se face, prin contract, de către societăți specializate, cu caracter privat (societăți de rating), care analizează multilateral situația economico-financiară a emitentului, perspectivele de creștere economică, nivelul tehnologic etc., funcție de care acordă una din notațiile enumerate mai sus.

Notarea are o mare însemnătate pentru plasarea cu succes pe piață a obligațiunilor, dar și ulterior, în procesul formării și stabilității cursului.

7.1.7. Randamentul obligațiunilor

Subscriitorii de obligațiuni sunt dispuși să-și plaseze lichiditățile în asemenea titluri, dacă obțin rentabilitatea scontată. Elementele care conduc la rentabilitatea obligatarului sunt rata dobânzii împrumutului (D), prima de emisiuni (PE < VN) și, eventual, prima de rambursare (PR > VN).

Dar randamentul obligațiunilor nu este egal în toți anii de rambursare; el este mai mare dacă obligațiunile se amortizează în primii ani, prin tragere la sorți, și va fi mai mic dacă amortizarea are loc către sfârșitul de viață al împrumutului. Sub acest aspect, nu este lipsită de importanță determinarea randamentului obligațiunilor, într-un an sau altul, precum și determinarea randamentului mediu.

Exemplu. Un împrumut obligatar are următoarele caracteristici: 50000 obligațiuni cu VN = 1000, D = 12%, PE = VN = 1000; PR = 1020; T = 5 ani.

a) Pentru obligațiunile ieșite la sorți la sfârșitul primului an

- Subscriitorul a plătit 1000 (VN)
- Subscriitorul primește 1140 (PR = 1020; ΔD = 120)

• Dacă notăm rata plasamentului cu Rp, o putem calcula prin ecuația următoare:

$$1000 = \frac{1140}{1 + R_p}$$

$$1 + R_p = 1{,}14$$

$$R_p = 0{,}14 \rightarrow \boxed{14\%}$$

b) Pentru obligațiunile ieșite la sorți la sfârșitul anului al 5-lea

- Subscriitorul a plătit 1000 (VN)
- Subscriitorul a primit în fiecare din cei 5 ani câte 120(ΔD), plus în final 1020 (PR) = 1620

  5x120 + 1020 = 1620

• Rata rentabilității actuariale pentru obligațiunile amortizate în anul al 5-lea se obține astfel:

$$1000 = \frac{120}{1+R_p} + \frac{120}{(1+R_p)^2} + \ldots \frac{120}{(1+Rp)^5} + \frac{1020}{(1+R)^5}$$

$$\int(R_p) \rightarrow 1000 - 120 \times \frac{1-(1+R_p)^{-5}}{R_p} - \frac{1020}{(1+R)^5} = 0$$

$$Rp = 0{,}1231 \rightarrow \boxed{12{,}31\%}$$

Concluzie: Randamentul obligațiunilor este cu atât mai slab, cu cât amortizarea se efectuează mai târziu, din cauză că subscriitorul beneficiază mai târziu de prima de rambursare, ca și de valoarea reziduală a obligațiunilor. Se păstrează, totuși, relația: Rp ≥ D.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

7.1.8. Amortizarea împrumuturilor obligatare

Amortizarea obligațiunilor este operațiunea de rambursare a împrumutului obligatar în conformitate cu scadențele înscrise în contract. Această operațiune se poate realiza în trei feluri: prin anuități constante, prin serii egale și prin amortizare unică la sfârșitul duratei împrumutului.

7.1.8.1. Amortizarea prin anuități constante

În cazul amortizării prin anuități constante societatea comercială varsă în fiecare an o sumă constantă, reprezentând amortismente plus dobânzi, în vederea stingerii treptate a datoriei. Prin urmare, în totalul vărsămintelor anuale partea reprezentând capitalul rambursat crește în fiecare an, iar partea reprezentând dobânda scade.

Amortizarea sau rambursarea prin anuități constante se poate face la valoarea nominală (PR = VN) sau la primă de rambursare (PR > VN).

a) Amortizarea la valoarea nominală prin anuități constante.

$$A = K\frac{i}{1-(1+i)^{-t}} \quad \text{sau} \quad A = (N \times VN)\frac{i}{(1-i)^{-t}}$$

Notăm:

- A = anuități, adică amortismentul anual plus dobânda;
- a = amortismentul anual;
- K = capitalul sau suma împrumutului obligatar;
- N = numărul de obligațiuni emise;
- N_r = numărul de obligațiuni rambursate anual;
- n_r = numărul de obligațiuni rămase de rambursat;
- VN = valoarea nominală a obligațiunilor;
- PE = prețul de emisiune al obligațiunilor;
- PR = prețul de rambursare al obligațiunilor;
- P_r = prima de rambursare pentru o obligațiune (PR - VN);
- D = rata dobânzii împrumutului (dobânda nominală);
- D_e = rata efectivă a dobânzii (influențată de prima de rambursare);
- ΔD = suma anuală a dobânzii
- T = durata în ani a împrumutului obligatar;
- i = D/100 = rata dobânzii la o unitate monetară.

Exemplu: Să se întocmească tabloul de amortizare a împrumutului obligatar, prin anuități constante, la valoarea nominală a obligațiunilor, cunoscând:

K = 20000000; N = 100000; VN = 200; PR = VN; T = 5 ani; D = 9,20%

$$A = 20000000 \times \frac{0,092}{1-(1,092)^{-5}} = \boxed{5168559,58}$$

$$\boxed{A = a + \Delta D}$$

- Fracțiunea de capital (a_1) cuprinsă în anuitatea I este de:

$a_1 = 5\ 168\ 559,58 - (0,092 \times 20000000) = 3\ 328\ 559.58$

- Numărul obligațiunilor rambursate:

$$nr_1 = \frac{a_1}{VN} = \frac{3328559,58}{200} = 16642,79 \approx 16643$$

$nr_2 = 16642,79 \times 1,092 = 18173,93 \approx 18174$

$nr_3 = 18173,93 \times 1,092 = 19845,94 \approx 19846$

$n_{r4} = 19845,94 \times 1,092 = 21671,76 \approx 21672$

$nr_5 = 21671,76 \times 1,092 = 23665,56 \approx 23665$

$$\boxed{\Sigma\, nr = N}$$

T *Ani* *amortizare*	*nr* *numărul obligațiunilor rambursate*	*a* *Capitalul rambursat anual (amortisment)*	*Δ D* *Suma anuală a dobânzii*	*A* *Anuități*	*Kr* *Capitalul de restituit*
1	16643	3328600	1840000	5168600	16671400
2	18174	3634800	1533769	5168569	13036600
3	19846	3969200	1199367	5168567	9067400
4	21671	4334200	834200	5168400	4733200
5	23666	4733200	835454	5168654	-
-	100000	20000000	5842790	25842790	-

b) Amortizarea la primă de rambursare prin anuități constante.

Anuitățile se calculează după aceeași formulă ca și în cazul rambursării la valoarea nominală, tabloul de amortizare se întocmește la fel, numai că se adaugă o coloană reprezentând prima de rambursare pentru fiecare scadență, în funcție de numărul obligațiunilor ce se rambursează și de prima de rambursare (PR - VN).

$$\boxed{A = K\frac{i}{1-(1+i)^{-n}};} \qquad \boxed{Nr = N\frac{i}{(1+i)^{n}-1};} \qquad \boxed{De = D\frac{VN}{PR}}$$

BCU "LUCIAN BLAGA" UNIVERSITY LIBRARY

Exemplu. Să se întocmească tabloul de amortizare al unui împrumut obligatar, cu rambursare la primă, prin anuități constante, cunoscând următoarele: K = 100000000; N = 100000; Vn = 1000; PR = 1050; D = 9,45%; T = 6 ani.

- Pentru a obține numărul obligațiunilor ce se rambursează (nr.) se poate proceda în două feluri:

$$nr_1 = N\frac{i}{(1+i)^t - 1} = 100000\frac{0{,}0945}{(1{,}0945)^6 - 1} = \underline{13291{,}98} \quad \Big| \quad nr_1 = \frac{a_1}{VN} = \frac{13291978}{1000} = \underline{13291{,}98}$$

$$A = 100000000\frac{0{,}0945}{1-(1{,}0945)^{-6}} = 22291978$$

$$a_1 = 22291978 - (0{,}0945 \times 100000000) = 13291978$$

Numărul obligațiunilor (nr.) amortizate la scadențele următoare se obține ușor, întrucât crește în progresie geometrică cu rația (1+i), adică cu 0,0945, astfel ca și în exercițiul precedent.

$n_{r1} = \frac{a_1}{VN} = \frac{13291978}{1000}$ ..... 13291,98 ≈ 13292

n_{r2} = 13291,98 x 1,0945 ..... 14488,26 ≈ 14488

n_{r3} = 14488,26 x 1,0945 ..... 15792,20 ≈ 15792

n_{r4} = 15792,20 x 1,0945 ..... 17213,50 ≈ 17214

n_{r5} = 17213,50 x 1,0945 ..... 18762,71 ≈ 18763

n_{r6} = 18762,71 x 1,0945 ..... 20451,36 ≈ 20451

T *Ani amortiz.*	*nr* *Numărul oblig.ramb. anual*	*a* *Capitalul rambursat anual (amortisment)*	*ΔD* *Suma anuală a dobânzii*	*P_r* *Prima de ramburs.*	*A* *Anuități*	*K_r* *Capitalul de restituit*
1	13292	13292000	9450000	664600	23406600	86708000
2	14488	14488000	8193906	724400	23406600	72220000
3	15792	15792000	6824790	789600	23400600	56428000
4	17214	17214000	5332446	860700	23406600	39214000
5	18763	18763000	3705723	938150	23406600	20451000
6	20451	20451000	1 932619	1022550	23406600	-
	100000	100000000	40439484	5000000	140436600	-

7.1.8.2. Amortizarea prin serii egale

Amortizarea prin serii egale presupune rambursarea unui număr egal de obligațiuni în fiecare an. De astă-dată capitalul rambursat este egal în fiecare an, iar suma dobânzii scade de la un an la altul. Prin urmare, cheltuielile financiare sunt mai mari la începutul anilor de rambursare și descresc treptat către sfârșitul duratei împrumutului.

La fiecare scadență societatea comercială rambursează același număr de obligațiuni. Dacă scadența este anuală, nr. $= \frac{N}{T}$

- Rambursarea anuală → la valoarea nominală: nr. $\times$ VN $= \frac{N}{T} \times$VN
  → la preț de rambursare: nr. $\times$ PR $= \frac{N}{T} \times$ PR

- Suma anuală a dobânzii (ΔD) se calculează totdeauna asupra capitalului nerambursat.

$$\Delta D = n \times VN \times D/100 = K_r \times D/100$$

- Anuități → la valoarea nominală: $(\frac{N}{T}$ VN) + (n $\times$ VN $\times$ D/100)
  → la preț de rambursare: $(\frac{N}{T}$ PR) + (n $\times$ VN $\times$ D/100)

Exemplu: să se întocmească tabloul de amortizare al unui împrumut obligatar, prin serii egale, cunoscând următoarele:
K = 50000 acțiuni cu VN = 1000; D = 12%; T = 5 ani; PR = 1020.

- K = N x VN = 50000 x 1000 = 50000000
- nr. $= \frac{N}{T} = \frac{50000}{5} = 10000$
- Pr = PR - VN = 1020 - 1000 = 20
- ΔD_1 = K x D/100 = 50000000 x 0,12 = 6000000

T *Ani amortiz.*	*nr.* *Numărul oblig. ramb. anual*	*a* *Capitalul rambursat anual (amortisment)*	*Δ D* *Suma anuală a dobânzii*	*P_r* *Prima de ramburs.*	*A* *Anuități*	*K_r* *Capitalul de restituit*
1	10000	10000000	6000000	200000	16200000	40000000
2	10000	10000000	4800000	200000	15000000	30000000
3	10000	10000000	3600000	200000	13800000	20000000
4	10000	10000000	24000000	200000	12600000	10000000
5	10000	10000000	1200000	200000	11400000	-
-	50000	50000000	18000000	1000000	69000000	-

Notă: Anuitățile variază în progresie aritmetică, cu rația: - 1200000

7.1.8.3. Amortizarea în fază unică

Amortizarea unică, la capătul duratei împrumutului, se realizează în condițiile plății anuale a dobânzilor. La sfârșitul fiecărui an se plătesc dobânzi asupra volumului total al împrumutului.

$$\Delta D = K \times D/100 = N \times VN \times D/100$$

Rambursarea finală → la valoarea nominală: $N \times VN = K$

→ la preț de rambursare: $N \times PR + N\,(PR - VN)$

sau

$$N \times PR = K + N \times P_r$$

Această metodă de amortizare este dublată, de regulă, de constituirea treptată a unui fond de rambursare (sinking found) care se plasează de către societatea comercială, anual, pentru a aduce remunerație, fiind folosit în final pentru achitarea împrumutului.

Amortizarea prin anuități constante și prin serii egale se poate realiza, cel puțin parțial, prin răscumpărări la bursă, dacă cursul este avantajos comparativ cu valoarea de rambursat sau dacă există în contract clauze de răscumpărare cu anticipație. Altfel, amortizarea are loc la valoarea de rambursare, prin trageri la sorți.

Rambursarea anticipată se poate efectua numai dacă clauza aceasta este prevăzută în contractul de împrumut. Ținând cont de evoluția ratei dobânzii pe piața financiară, o societate comercială poate avea interesul de a rambursa anticipat obligațiunile emise și plasate, dacă valoarea actuarială a acestora este inferioară valorii contabile din bilanț. Rambursarea anticipată se poate obține prin răscumpărări la bursă, dar este o operațiune de lungă durată pentru că nu toți deținătorii sunt dispuși să-și vândă obligațiunile.

Dacă se înregistrează un proces de răscumpărări masive, aceasta duce la creșterea cursului obligațiunilor ceea ce, la un moment dat, poate face răscumpărarea neconvenabilă. Dacă, dimpotrivă, la bursă se conturează un proces susținut de vânzări de obligațiuni, cursul lor scade, făcând ca răscumpărarea să fie rentabilă.

Dacă răscumpărarea se face în afara bursei, ca urmare a clauzei de răscumpărare din contract de care uzează întreprinderea, aceasta va trebui să acorde o compensație deținătorului, în sensul că prețul de răscumpărare să fie mai mare decât valoarea nominală a obligațiunii. Dacă răscumpărarea se face la bursă, deținătorul nu mai primește nici un fel de compensație, indiferent de raportul dintre valoarea nominală și cursul bursier al obligațiunii.

În toate cazurile răscumpărarea înainte de scadență a obligațiunilor din inițiativa societății comerciale are loc când aceasta poate obține fonduri mai ieftine din alte surse.

7.1.9. Împrumuturi obligatare convertibile

Adunarea generală extraordinară a societății comerciale poate decide emiterea unor obligațiuni care să poată fi schimbate în acțiuni ale aceleiași societăți, într-o perioadă sau la o dată prestabilită. Conversiunea poate constitui un drept al societății.

Condițiile conversiunii variază de la o emisiune la alta. Când societatea efectuează o emisiune de obligațiuni convertibile în acțiuni, această clauză trebuie înscrisă și în actul fiduciar, unde se va menționa raportul de schimb obligațiune / acțiune, categoria de acțiuni avută în vedere, perioada sau data când urmează a se realiza conversiunea.

Emisiunea acestui tip de obligațiuni poate interesa în mod deosebit pe subscriitori căci, în afară de dobânda pe care o primesc, au posibilitatea de a primi în viitor venituri mai mari sub forma dividendelor - dacă întreprinderea merge bine - sau pot obține câștig de capital dacă în momentul conversiunii cursul acțiunilor este mai mare decât cel al obligațiunilor. Așadar, dreptul de conversiune se folosește de obligatari în cazul unei evoluții favorabile a cursului acțiunilor sau a dinamicii dividendelor.

În decizia de conversiune intervin mai mulți parametri: rata dobânzii, data sau perioada conversiunii, baza conversiunii, prima de conversiune.

Rata dobânzii la obligațiunile convertibile este mai scăzută decât la obligațiunile ordinare, tocmai ca urmare a perspectivelor financiare favorabile obligatarului ca urmare a conversiunii.

Perioada de conversiune se prestabilește, fiind de regulă mai mică decât durata obligațiunilor. Spre exemplu, pentru un împrumut obligatar pe 15 ani, durata conversiunii poate fi stabilită între N + 3 și N + 13, astfel încât conversiunea să poată fi eficientă.

Baza economică a conversiunii exprimă numărul de acțiuni primite în schimbul unei obligațiuni, ceea ce permite de a evalua prețul conversiunii, plecând de la cursul acțiunilor la un moment dat. Spre exemplu, pentru o bază de conversiune de 2 (două acțiuni pentru o obligațiune) și pentru un curs al acțiunii de 400, prețul de conversiune va fi de 800.

Prima de conversiune reprezintă diferența calculată la un moment dat între cursul obligațiunii și prețul de conversiune. Spre exemplu, dacă o obligațiune are prețul de conversiune 1000 și este cotată la bursă cu 1 200, prima de conversiune este de 1200 – 1000 = 200 care adesea se exprimă procentual: $\frac{200}{1000} = 20\%$.

Dacă cursul acțiunilor este scăzut, nu este oportun să fie utilizat dreptul de conversiune, în consecință prima de conversiune va fi mai ridicată; creșterea cursului acțiunilor poate conduce la creșterea prețului de conversiune, diminuând corespunzător prima de conversiune. Deci, conversiunea se produce dacă prețul de conversiune este mai mare decât prețul de rambursare. Societatea comercială poate

forța conversiunea - luând decizia de amortizare a împrumutului cu anticipație - dacă prețul de conversiune > prețul (valoarea) de rambursare.

Avantaje ale conversiunii pentru societatea comercială. Conversiunea permite întreprinzătorului să se îndatoreze la un preț (rata dobânzii) mai scăzut decât în cazul obligațiunilor ordinare. Se creează posibilitatea unei creșteri de capital prin conversiunea datoriilor, atunci când nu este posibilă o creștere prin aport de numerar sau prin încorporarea rezervelor.

Clauza de convertibilitate permite rezolvarea eventualelor conflicte între obligatari și acționari. Dacă riscul proiectelor finanțate prin împrumut obligatar este mai ridicat decât cel avut în vedere în momentul emisiunii, opțiunea de conversie permite deținătorilor de obligațiuni să se asocieze profiturilor rezultate din activitatea întreprinderii, dând curs clauzei de conversiune.

7.2. Finanțarea prin obligațiuni sau prin acțiuni?

Finanțarea pe termen lung se poate realiza fie prin emisiune de acțiuni ca o finanțare prin fonduri proprii, fie prin angajamente la termen și deci și prin împrumuturi obligatare. Se preferă adesea împrumutul și, în principal, împrumutul obligatar, pentru avantajele pe care le conferă.

Împrumutul obligatar este mai puțin costisitor decât o emisiune de acțiuni, în ciuda faptului că rata dobânzii asupra obligațiunilor este, în mod obișnuit, mai ridicată decât dividendul. În plus, intervine și incidența fiscală în sensul că dobânzile plătite micșorează baza impozabilă, ceea ce nu este cazul dividendelor.

Exemplu:

Două societăți comerciale se finanțează pe termen lung astfel:

- SA_1 emisiune de obligațiuni 14% ..... capital 200000
- SA_2 emisiune de acțiuni cu privilegiul de dividend 12%.....capital soc.....200000
- Beneficiul brut al exercițiului expirat pentru ambele societăți comerciale ..70000
- Impozit pe profit pentru ambele societăți 38%

	SA_1 finanțată prin obligațiuni	*SA_2 finanțată prin acțiuni*
Beneficiul brut	70000	70000
Suma dobânzilor (200000 x 14%)	28000	-
Impozit pe profit		
- 42000 x 38%	15 960	-
- 70000 x 38%	-	26 600
Beneficiul net	26040	43 400
Dividende (200000 x 12%)	-	24000
Beneficiu disponibil pentru reinvestire	26040	19 400

Din exemplul prezentat rezultă că finanțarea prin îndatorare generează surse pentru reinvestire superioare finanțării prin fonduri proprii pe calea emisiunii de acțiuni. Se mai poate adăuga că finanțarea prin împrumut evită riscul pierderii controlului asupra societății, risc prezent în cazul finanțării prin emisiune și vânzare de acțiuni.

Dacă finanțarea prin obligațiuni creează incontestabil avantaje consistente, trebuie spus, în același timp, că obligațiunile comportă un risc mai mare pentru întreprindere decât finanțarea prin emisiune de acțiuni. În cazul împrumutului obligatar societatea trebuie să plătească dobânzi periodic, cu caracter obligatoriu, în timp ce plata dividendelor, chiar în cazul acțiunilor cu privilegiul de dividend, nu este obligatorie în fiecare an.

Apoi, societatea este obligată să ramburseze împrumuturile obligatare, ceea ce conduce la micșorarea lichidităților, în timp ce finanțarea prin acțiuni nu trebuie restituită. În sfârșit, în caz de recesiune economică societatea finanțată prin obligațiuni va avea greutăți mai mari pentru efectuarea plăților (principal plus dobânda) decât în cazul finanțării prin emisiune de acțiuni.

7.3. Împrumuturi de la instituții financiare specializate

Apelul la organisme specializate presupune efectuarea de împrumuturi pe termen lung sau mijlociu de la bănci și alte instituții specializate. De regulă, băncile comerciale se ocupă cu creditarea pe termen mediu și scurt având reticențe în a-și imobiliza capitalurile pentru perioade îndelungate. În aceste condiții, în multe țări operațiunile de creditare pe termen lung sunt preluate de stat, prin intermediul unor instituții financiare specializate sau chiar de către diverse instituții financiare private, nebancare.

Când statul este interesat să intervină direct în orientarea investițiilor diverșilor agenți economici, facilitează accesul acestora la surse obișnuite de capital sau împrumută din fondurile sale proprii dacă investițiile sunt de dorit pentru națiune. Este vorba de anumite investiții specifice, în scopul creșterii unor sectoare sau pentru creșterea productivității, pentru implementarea unor obiective în regiuni izolate, mai puțin dezvoltate din punct de vedere economic etc.

Dacă împrumutul se realizează din fondurile publice statul poate crea facilități pentru împrumutați sub forma unor subvenții pentru echipamente speciale, pentru locuri izolate și cu condiții grele, ușurarea fiscalității, indemnizații de izolare etc. Dacă împrumutul se efectuează de la diverse organisme financiare specializate facilitățile oferite de stat se pot materializa în compensarea parțială a costului împrumutului, garantarea împrumuturilor efectuate de întreprinzători etc.

Caracteristicile anunțate fac ca aceste împrumuturi să fie mai lejere, mai ușor de suportat decât împrumuturile bancare.

Împrumutul este unitar, nu fracționat ca în cazul obligațiunilor. Se stabilește un scadențar, prin contract, care poate prevedea și o perioadă de grație. Rambursarea se face, de regulă, în rate anuale sau semestriale constante, deși este posibilă practicarea unor rate anuale regresive sau progresive. Dobânda se calculează la

valoarea împrumutului nerambursat. Se practică garanții reale sau cauțiuni bancare. Cheltuielile de realizare a împrumutului sunt foarte scăzute, fapt pentru care costul actuarial al operațiunii de creditare este apropiat de rata nominală a dobânzii.

Instituțiile financiare specializate joacă un rol important, de intermediari, între piața financiară și întreprinderi. De cele mai multe ori întreprinderile mici și mijlocii n-au acces direct la piața financiară (piața obligatară); instituțiile se împrumută de pe piața financiară și, la rândul lor, împrumută întreprinderile mici și mijlocii, dirijează resursele către diverse sectoare prioritare.

Instituțiile sunt controlabile de stat pentru a atinge obiectivele economice și sociale propuse. Ele acordă credite direct sau intervin prin credit pe termen mijlociu mobilizabil.

Rata dobânzii este mai scăzută decât nivelul atins pe piața financiară, durata creditului mai lungă (10-15 ani) la care, adăugându-se unele facilități fiscale ca exonerări sau reduceri și amânări de taxe sau impozite, rezultă un credit avantajos, un ajutor financiar indirect pentru favorizarea dezvoltării regionale sau îmbunătățirea structurii industriei etc.

7.4. Credite bancare pe termen mijlociu

Băncile oferă în mod obișnuit credite pentru investiții pe termen mijlociu și mai rar pe termen lung, acestea din urmă fiind caracteristice altor instituții și organisme financiare.

Creditele bancare se acordă pe bază de garanții ferme prezentate de debitori. De fapt, toate condițiile creditului se negociază între bancă și debitori: rata dobânzii, termenul de rambursare, eventuala perioadă de grație, penalizări pentru nerespectarea clauzelor contractuale etc. Nivelul dobânzii la creditele bancare este sensibil mai ridicat decât cel utilizat de organismele financiare specializate. Mărimea ratei dobânzii se stabilește după criterii diferite, despre care ne vom ocupa într-un capitol următor.

Creditul bancar pe termen mijlociu, 2-7 ani, joacă un rol important în finanțarea societăților comerciale, fiind destinat acoperirii cheltuielilor de investiții în echipament de producție cu durate de funcționare relativ scurte, amenajări, construcții ușoare, cheltuieli pentru inovări, cercetări sau pentru operațiuni de export.

Creditele pe termen mijlociu mobilizabile se materializează în efecte financiare care se pot sconta la bancă sau resconta de către băncile comerciale la banca centrală. Astfel de credite pot să prevadă și o perioadă de grație de 1-2 ani acordată debitorului; dacă creditul este acordat pe un termen între 5-7 ani se numește credit pe termen mediu prelungit.

În această categorie se încadrează și creditele acordate pentru promovarea exporturilor, mai ales de utilaje și echipamente sau pentru executarea de lucrări. Practic, creditele se acordă ca un credit-furnizor sau ca credit-cumpărător.

Creditele pe termen mijlociu nemobilizabile au aceeași destinație ca și cele mobilizabile; banca nu mai primește nici un efect financiar din partea beneficiarului, în schimb dispune de garanții materiale constituite în gaj de către debitor sau de o garanție a unei instituții financiare specializate. Durata creditului se poate extinde până la 7 ani, orice bancă comercială putând acorda credit pe baza unui contract încheiat cu debitorul.

7.4.1. Rambursarea creditelor

Rambursarea creditelor se realizează în conformitate cu clauzele contractuale anual, semestrial, trimestrial sau lunar, prin anuități constante sau variabile, cu sau fără perioadă de grație. Dacă se convine ca rambursarea creditului să aibă loc la intervale de timp mai scurte de un an (lunar, trimestrial etc.), pentru calcularea anuităților se impune, în prealabil, transformarea ratei anuale a dobânzii, prevăzută în contractul de credit în rate lunare, trimestriale etc., echivalente.

Echivalența dintre rata anuală a dobânzii și ratele semestriale, trimestriale sau lunare se poate realiza

- În sistemul proporțional
- În sistemul dobânzii compuse

Adoptăm următoarele notații și calculăm ratele dobânzilor echivalente în tabelul următor:

D = rata anuală a dobânzii
D_s = rata semestrială a dobânzii
D_{tr} = rata trimestrială a dobânzii
D_L = rata lunară a dobânzii

Tabelul nr. 14

Rata dobânzii prevăzută în contractul de credit	Rata dobânzii echivalente în sistemul proporțional	Rata dobânzii compuse echivalente
D	$D_s = D/2$ $D_{tr} = D/4$ $D_L = D/12$	$D_s = (1+i)^{1/2} - 1 = \sqrt[2]{1+i} - 1$ $D_{tr} = (1+i)^{1/4} - 1 = \sqrt[4]{1+i} - 1$ $D_L = (1+i)^{1/12} - 1 = \sqrt[12]{1+i} - 1$
D_s	$D = D_s \times 2$ $D_{tr} = D_s / 2$ $D_L = D_s/6$	$D = (1+i)^2 - 1$ $D_{tr} = (1+i)^{1/2} - 1 = \sqrt[2]{1+i} - 1$ $D_L = (1+i)^{1/6} - 1 = \sqrt[6]{1+i} - 1$
D_{tr}	$D = D_{tr} \times 4$ $D_s = D_{tr} \times 2$ $D_L = D_{tr}/3$	$D = (1+i)^4 - 1$ $D_s = (1+i)^2 - 1$ $D_L = (1+i)^{1/3} - 1 = \sqrt[3]{1+i} - 1$
DL	$D = D_L \times 12$ $D_s = D_L \times 6$ $D_{tr} = D_L \times 3$	$D = (1+i)^{12} - 1$ $D_s = (1+i)^6 - 1$ $D_{tr} = (1+i)^3 - 1$

Ratele dobânzii echivalente în sistemul dobânzii compuse sunt ușor inferioare celor din sistemul proporțional, determinat de procesul capitalizării care are loc în primul caz.

Spre exemplu, dacă D = 12%, ratele echivalente sunt:

$D_s = 12/2 = 6\%$ $\quad D_s = \sqrt[2]{1,12} - 1 = 5,83\%$

$D_{tr} = 12/4 = 3\%$ $\quad D_{tr} = \sqrt[4]{1,12} - 1 = 1,02873 - 1 = 2,87\%$

$D_L = 12/2 = 1\%$ $\quad D_L = \sqrt[12]{1,12} - 1 = 1,0094 - 1 = 0,94\%$

Aceleași diferențe de mărime apar și în cazul anuităților calculate pe o anumită perioadă de timp, cu ajutorul ratelor de dobândă echivalente.

Spre exemplu, pentru un împrumut ordinar de 100000 unități monetare, cu rata anuală a dobânzii de 14%, pe o perioadă de 5 ani, anuitățile lunare vor fi:

- pentru rata echivalentă proporțională a dobânzii

$$D_{Lp} = \frac{14}{12} = 1,166667\%$$

$$A_L = 10000 \frac{0,01166667}{1 - 1,01166667^{(-5\times12)}} = \boxed{2326,78}$$

- pentru rata echivalentă a dobânzii compuse:

$$D_{LC} = \sqrt[12]{1,14} - 1 = 1,09788\%$$

$$A_L = 100000 \frac{0,0109788}{1 - 1,0109788^{(-5\times12)}} = \boxed{2284,19}$$

7.5. Leasing

Leasing-ul sau credit-contract de închiriere reprezintă o metodă de finanțare care, în esență, se poate asimila împrumutului. Întreprinderea utilizatoare a obiectivelor de investiții ce se dobândesc nu are calitatea de proprietar, ci uzufructier, un fel de chiriaș în acest contract. Contractul de credit se încheie pentru o perioadă determinată - în general, până la amortizarea activului fix - în cursul căreia nici o parte nu poate rezilia contractul.

După cum am arătat, din punct de vedere contabil debitorul nu are calitatea de proprietar, bunul neapărând în activul său bilanțier. În același timp însă, angajamentele de leasing figurează obligatoriu în datorii extrabilanțiere (anexă la bilanț). Plățile făcute către proprietar sunt deductibile din impozitul pe profit.

datorat statului - ceea ce face ca acest credit să fie foarte avantajos. Plățile acoperă atât amortizarea împrumutului, cât și costul acestuia, adică remunerarea normală a capitalului adus de societatea de leasing.

Din punct de vedere economic, angajamentele ce decurg din creditul-contract de închiriere fac parte din datoriile pe termen mijlociu sau lung. Întreprinderea obține utilizarea la început, apoi devine proprietar al activului fix, în schimbul plăților periodice (anuități de plată) și al cumpărării valorii reziduale.

Din punct de vedere financiar, deși este un contract oneros, leasing-ul prezintă avantaje în raport cu creditul obișnuit: suplețe în utilizare, posibilitatea acoperirii integrale a necesarului de capital, avantaje fiscale.

Creditul-contract de închiriere este o operațiune de finanțare care permite întreprinderii să dispună de un bun după cum crede de cuviință, fără a fi necesar să-și constituie fond de investiții, ci plătind o chirie.

Întreprinderea își alege bunul pe care dorește să-l exploateze, examinând ea însăși împreună cu furnizorul caracteristicile tehnice și condițiile de cumpărare; comanda este adresată producătorului prin intermediul societății de crédit-bail; contractul intră în funcțiune începând cu livrarea materialului către utilizator; durata închirierii este prevăzută, în general, pentru perioada de viață economică a utilajului sau pentru perioada amortizării fiscale; la expirarea termenului contractual există trei posibilități: fie înapoierea bunului către proprietar, fie cumpărarea lui la o valoare reziduală prevăzută în contract, fie reînnoirea creditului-contract de închiriere.

Chiriile plătite periodic de utilizator se compun din contravaloarea amortizării, din costul capitalului imobilizat (dobânda), din prețul serviciilor (comisionul) furnizate de întreprinderea de credit-bail, precum și dintr-o primă de risc. De cele mai multe ori plățile periodice (redevențele) sunt stabilite după un **barem regresiv** anual, cu defalcări trimestriale, urmând ca în final suma totală a plăților să depășească cu 15-20% valoarea bunului închiriat. Desigur că plățile pot fi stabilite și proporțional sau progresiv, contractul dintre părți precizând acest lucru.

Leasing-ul se poate analiza ca o închiriere însoțită de opțiunea de a cumpăra bunul (respectiv, promisiunea de vânzare din partea proprietarului). El se poate aplica atât în tranzacții mobiliare, cât și imobiliare. **În primul caz** operațiunile vizează închirieri de echipament, utilaje etc. care au fost cumpărate de societatea de leasing în scopul închirierii. Chiriașul apare ca uzufructier cu obligația de a plăti regulat redevențele. Dacă nu plătește, se reziliază contractul aplicându-se clauzele penalizatoare prevăzute în contract: restituirea bunului și plata redevențelor restante. **În cel de al doilea caz** operațiunile vizează clădiri, instalații etc., închiriate pentru perioade lungi care merg până la 10-25 ani; în acest caz societățile de leasing beneficiază de înlesniri fiscale și au statut de bănci sau instituții financiare.

O formă specifică de leasing mobiliar este „leas-back" sau „cesiunea-bail" care reprezintă o tehnică prin care creditorul (societatea de leasing) transferă

debitorului proprietatea unui bun, în scopul răscumpărării progresive ulterioare. Este, practic, un mijloc prin care utilizatorul își procură un credit garantat printr-un imobil asupra căruia la origine este proprietar.

În eventualitatea că la expirarea contractului de leasing opțiunea utilizatorului este de a cumpăra bunul la valoarea reziduală, această opțiune poate provoca o reîntregire fiscală, la nivelul plusvalorii realizate, calculată ca diferență între valoarea fiscală a bunului (prețul de cesiune majorat cu reintegrarea fiscală) și amortizarea contabilizată.

Spre exemplu. Obiectul unui contract de leasing îl constituie un imobil cu valoarea de 5000, din care 500 reprezintă valoarea terenului construit. Durata normală de funcționare a imobilului = 25 ani; contractul de leasing este încheiat pentru o perioadă de 15 ani, cu redevențe anuale de 520 și cu opțiunea de cumpărare la ieșirea din contract pentru suma de 800.

- La expirarea contractului de leasing valoarea netă contabilă a imobilului este de 2300.

$$5000 - (15/25 \times 4500) = 2300$$

- Cumpărătorul va trebui să reintegreze în beneficiul impozabil câștigul corespunzător diferenței dintre valoarea netă contabilă (2300) și prețul de cesiune (800).

$$2\,300 - 800 = 1500$$

- Cumpărătorul va putea să amortizeze imobilul, pe durata de funcționare reziduală (10 ani), la o valoare egală cu diferența dintre valoarea netă contabilă (2300) și valoarea terenului (500)

$$2300 - 500 = 1800$$

Avantaje ale creditului-bail. Această modalitate de finanțare a cunoscut, în ultimul timp, o dezvoltare considerabilă mai ales în domeniul imobiliar.

Pe plan financiar, creditul-bail este o operațiune care nu modifică structura financiară a întreprinderii (îndatorarea), ci numai angajamentele de plată anuale. Capitalul propriu rămâne neangajat legal, ceea ce creează întreprinderii posibilitatea unor împrumuturi bancare.

Operațiunile de împrumut obișnuit nu acoperă, în general, decât 50-60% din valoarea proiectelor de finanțat, restul concretizându-se în participarea cu fonduri proprii. Spre deosebire de creditul bancar, creditul-bail acoperă 100% valoarea bunului închiriat, întreprinderea putându-și rezerva capitalul propriu drept garanție pentru contractarea altor împrumuturi de dezvoltare.

Creditul-bail permite accelerarea dezvoltării fără a pune în pericol autonomia financiară a întreprinderii. Pe plan fiscal, plățile făcute în contul chiriilor micșorează baza impozabilă.

Inconveniente ale creditului-bail. Pentru utilizator, creditul-bail este o tehnică de finanțare a investițiilor pe seama rentabilității exploatării. Aparent, creditul-bail nu grevează îndatorarea, în sensul că nici un împrumut de acest gen

nu apare în bilanț; în fapt însă, afectează inevitabil autofinanțarea viitoare ca urmare a obligațiilor periodice de plată. Ratele practicate, respectiv redevențele, care cumulează chiria, comisionul de serviciu și cota de risc sunt relativ ridicate, ceea ce impune necesitatea obținerii unei rentabilități cel puțin acoperitoare.

7.6. Costul împrumutului pe termen lung și mijlociu

Costul unei surse de finanțare și deci și al împrumutului se poate defini drept rata actuarială ce se determină prin egalitatea dintre sumele primite cu titlu de împrumut, pe de o parte, și vărsămintele în contul rambursărilor periodice, a plății remunerației și altor cheltuieli financiare aferente capitalului împrumutat, pe de altă parte.

Costul actuarial se calculează pentru fiecare model de finanțare prin angajamente la termen: împrumut obligatar, credit bancar pe termen lung și mijlociu, credit-bail.

7.6.1. Costul împrumutului obligatar

Pentru un credit clasic, fără comisioane diverse, fără primă de emisiune sau de rambursare, costul actuarial este egal cu dobânda nominală. Pentru împrumutul obligatar, în volumul costurilor figurează, alături de dobânda stabilită la nivelul ratei dobânzii de pe piața financiară și de numărul de ani pentru care se emit obligațiunile, și alte cheltuieli: de emisiune, de publicitate, comisioane bancare, cheltuieli cu imprimarea certificatelor de obligațiuni, prime de emisiune, prime de rambursare etc. Toate aceste cheltuieli se stabilesc de la început în cotă procentuală, urmând să se deducă din suma totală a împrumutului.

Rata dobânzii nominale (faciale) este cea care permite calcularea remunerației (cuponului) pe baza valorii nominale a obligațiunii și se stabilește în momentul emisiunii împrumutului. Rata dobânzii poate să fie fixă, când cuponul rămâne nemodificat ca volum pe toată durata împrumutului, și variabilă, când valoarea cupoanelor se modifică în funcție de diverși factori și în primul rând de oscilația dobânzii pe piața financiară.

Rata dobânzii nominale nu trebuie confundată cu rata actuarială a investirii în obligațiuni, care ține cont atât de rata dobânzii nominale, cât și de primele de emisiune, primele de rambursare, comisioane și cheltuieli diverse de emisiune. Rata actuarială pentru subscriitor este randamentul anual al unui împrumut care se determină actualizând suma fluxurilor pozitive primite în timpul duratei de viață a împrumutului (cupoane, valoarea de rambursare), în timp ce pentru emitentul obligațiunilor, rata actuarială reprezintă costul brut al împrumutului.

Rata actuarială (costul actuarial) a împrumutului obligatar reprezintă rata efectivă plătită de debitor și încasată de creditori, determinată nu numai de rata nominală a dobânzii, dar și de alți factori: emisiunea la scont, emisiune la primă și prețul de rambursare.

Notând cu:
ra = rata actuarială sau costul actuarial;
rn = rata nominală (facială) a dobânzii;
PE = prețul de emisiune al obligațiunilor;
PR = prețul de rambursare al obligațiunilor;
VN = valoarea nominală a obligațiunilor.

ra = rn dacă PE = PR = VN
ra > rn dacă PE < VN și PR > VN

Rata actuarială brută, fără incidența fiscală, este rata care egalizează prețul de emisiune cu valoarea actuarială a fluxurilor viitoare pozitive generate de obligațiune (cupoane, preț de emisiune, preț de rambursare). Cumpărătorul de obligațiuni varsă un preț și în fiecare an primește un cupon, iar la scadență valoarea obligațiunii la prețul de rambursare.

Exemplu. Un împrumut obligatar are următoarele caracteristici:
- 300 obligațiuni cu VN = 1000 .....total 300000
- PE = 990; PR = 1025; D = 10,50%; T = 8 ani;
- cheltuieli de serviciu ale împrumutului = 5 lei/obligațiune;
- reducerea sarcinilor fiscale asupra cheltuielilor financiare și a cheltuielilor de serviciu ale împrumutului = 50%.

Se observă că întreprinderea angajează și alte cheltuieli decât cele financiare (principal + dobânda), dar realizează și o economie de cheltuieli egală cu 50% din totalul cheltuielilor (cheltuieli financiare + cheltuieli de serviciu).

Ținând cont de caracteristicile împrumutului, pentru o obligațiune cheltuielile anuale ale emitentului sunt în sumă de 55 lei.

$$\frac{(1000 \times 10{,}5\%) + 5}{2} = 55$$

La o intrare netă de trezorerie de 990 (PE) corespund ieșiri nete de trezorerie după cum urmează:
- 55 lei în fiecare din primii 7 ani;
- 1080 lei în anul al 8-lea (PR = 1025 + dobânzi = 55).

Costul net al împrumutului obligatar se obține prin calculul actuarial, rezolvând ecuația următoare:

$$\boxed{V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{F_t}{(1+i)^t}}$$

$$300 \times 990 = \frac{300 \times 55}{1+i} + \frac{300 \times 55}{(1+i)^2} + \ldots \frac{300 \times 1080}{(1+i)^8}$$

$$990 = \frac{55}{1+i} + \frac{55}{(1+i)^2} + \ldots \frac{1080}{(1+i)^8}$$

$$990 = 55 \frac{1-(1+i)^{-8}}{i} + \frac{1025}{(1+i)^8}$$

$$i = 0{,}0589$$

$$\boxed{D = 5{,}89\%}$$

sau

$$\text{Costul net} = \frac{F + \frac{PR - PE}{T}}{\frac{PR + PE}{2}} = \frac{55 + \frac{1025 - 990}{8}}{\frac{1025 + 990}{2}} = \boxed{5{,}89\%}$$

Deşi rata nominală a dobânzii împrumutului este de 10,50% şi au avut loc şi alte cheltuieli de emisiune, totuşi costul actuarial net pentru emitentul obligaţiunilor este de 5.89%, datorită reducerii de impozit de 50% asupra cheltuielilor financiare şi de serviciu.

7.6.2. Costul creditului bancar pe termen mijlociu

Costul creditului bancar pe termen mijlociu (3-7 ani) urmează frecvent evoluţia ratei dobânzii de bază bancare, utilizată şi la calcularea costurilor creditelor pe termen scurt, în timp ce creditele pe termen lung urmează evoluţia costului obligaţiunilor pe piaţa financiară.

Întrucât creditele bancare nu presupun cheltuieli suplimentare ca în cazul împrumuturilor obligatare, costul actuarial al acestora se apropie foarte mult de rata nominală a dobânzii, uneori identificându-se cu aceasta.

Mărimea costului creditului bancar, respectiv suma dobânzii, depinde de trei factori: volumul creditului, rata dobânzii şi timpul de creditare.

1) Dacă T (exprimat în ani întregi) > 1

$$\boxed{\Delta D = \frac{CD}{100}} \quad \rightarrow \quad \Delta C = \frac{C}{T}; \qquad K = \frac{C}{T} + \frac{CD}{100}$$

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2) Dacă T = 1

$$\boxed{\Delta D = \frac{CD}{100}} \rightarrow \Delta C = C; \quad K = C + \frac{CD}{100}$$

3) Dacă T < 1

$$\boxed{\Delta D = \frac{CDT}{100 \times 360}} \rightarrow \Delta C = C; \quad K = C + \frac{CDT}{100 \times 360}$$

Din cele prezentate mai sus rezultă următoarele corelații:
- K este direct proporțional cu C și D și invers proporțional cu T;
- dacă C și D sunt mărimi constante, cu cât crește T, scade K, dar crește ΣD;
- dacă C este constant, K va fi cu atât mai mare cu cât T este mai mic, dar scade ΣD.

Dacă un credit bancar, acordat pe mai mulți ani, se rambursează și se plătesc dobânzile abia la scadența finală sau se acordă o perioadă de grație, apare posibilitatea capitalizării dobânzilor, astfel că pentru perioadele N+1→ N+n volumul dobânzii se calculează atât asupra creditului inițial, cât și asupra volumului dobânzilor calculate dar neplătite. Dobânda compusă intervine deci atunci când la sfârșitul fiecărei perioade de plasament dobânzile se adaugă la capital, generând ele însești dobândă în condițiile contractului inițial. Este vorba de așa numitul anatocism contabil.

Notăm:
- C_o = creditul inițial;
- C_f = creditul final;
- n = numărul de ani de creditare;
- i = rata dobânzii / 1 leu (D/100);
- $u^n = (1+i)^n$;
- ΔD = suma dobânzii

$C_{f1} = C_o + C_o \times D/100 = C_o (1+i)$

$C_{f2} = C_{f1} + C_{f1} \times D/100 = C_{f1} (1+I)$

$C_{f2} = C_o (1+i)(1+i) = C_o (1+I)^2$

$$\boxed{C_f = C_o \times (1+i)^n = CU^n}$$

$$\boxed{\Delta D = Cu^n - C = C(u^n - 1)}$$

Exemplu: Să se calculeze: ΔD = suma anuală a dobânzii;
a = amortismentul creditului;
K = cota anuală de restituit;
ΣD = suma totală a dobânzii;
ΣK = suma totală de restituit (C_f)
cunoscând că:

1) C_o = 100000; D = 6%; T = 7 ani și 6 luni;

2) Rambursarea se efectuează liniar, perioada de grație este de 4 ani, scadențele și plata dobânzilor sunt stabilite pentru sfârșitul anilor, respectiv scadența finală.

Tabelul nr.15

	C	*a*	*ΔD*	*K*
1	100000	-	6000	-
2	106000	-	6 360	-
3	112360	-	6741,60	-
4	119101,60	-	7146,09	-
5	126247,69	36070,68	7574,86	43645,54
6	90177,01	36070,68	5410,42	41481,10
7	54106,33	36070,68	3246,37	39317,05
8	18035,65	18035,65	541,06	18576,71
-	-	Σa=126247,69	ΣD=16772,71	ΣK=143020,40

$$a = \frac{126247{,}69 \times 12}{(3 \times 12) + 6} = \frac{126247{,}69 \times 12}{42} = 36070{,}68$$

$\Sigma D_4 = C(u^4\text{-}1) = 100000\ (1{,}06^4\text{-}1) =$ 26 247,69

$C_{f4} = Cu^n = 100000 \times 1{,}06^4 =$ 126 247,69

$\Sigma K = \Sigma a + \Sigma D = 126247{,}69 + 16772{,}71 =$ 143020,40

7.6.3. Costul leasing-ului

Determinarea costului operațiunii de leasing prezintă oarecare dificultate întrucât este un mod de finanțare particular, care grupează fluxuri de lichidități variate de la o operațiune la alta (existența sau nu a opțiunii de cumpărare, servicii diverse oferite utilizatorului de către societatea de leasing etc.)

Deciziile de investire și de finanțare sunt separate pentru societatea de leasing, față de utilizator, prin urmare și costul operațiunilor trebuie calculat separat.

7.6.3.1. Costul operațiunii pentru societatea de leasing

În mod normal, societățile de leasing execută concomitent și operații de credit propriu-zis și urmăresc ca riscul să fie același, întrucât plasamentele sale au o rentabilitate economică cel puțin egală cu costul capitalului - la care trebuie avută în vedere și incidența fiscală. Ca urmare a riscului economic egal, presupus între operațiile de creditare și de leasing, costul împrumutului pentru societatea de leasing este identic cu costul minim al leasing-ului pentru utilizator.

Notăm:

K = costul mediu ponderat al capitalului pentru societatea de leasing;
k = costul capitalului pentru utilizator (costul minim al datoriei);
r_e = rata rentabilității economice pentru societatea de leasing;
I = cota de impozit pe profit pentru societatea de leasing.

$$\boxed{k = K/(1-I)} \quad \text{sau} \quad \boxed{K = k(1-I)}$$

Costul capitalului pentru societatea de leasing este un cost mediu ponderat al capitalului propriu și al capitalului împrumutat, influențat cu incidența fiscală

$$K_{brut} = Q_p \frac{C}{C+D} + Q_d\left(\frac{D}{C+D}\right)$$

$$K_{net} = \left[Q_p \frac{C}{C+D} + Q_d \frac{D}{C+D}\right](1-I)$$

$$Q_p = r_f$$

$$r_f = r_e \pm E$$

$$r_{f(brut)} = r_e + \frac{D}{C}(r_e - i)$$

$$r_{f(net)} = r_e + \frac{D}{C}(r_e - i)(1-I)$$

în care:

- Q_p = costul capitalului propriu pentru societatea de leasing;
- Q_d = costul datoriei
- C = capitalul propriu;
- D = capitalul împrumutat.

Exemplu:

- $r_e = 24{,}5\%$
- $Q_d = 18\%$;
- $I = 38\%$;
- $\frac{D}{C+D} = 66\%$;

$$Q_p = 24{,}5 + \frac{66}{33}6{,}5 \times 0{,}62 = \boxed{32{,}56\%}$$

$$\frac{D}{C+D} = \frac{66}{66+33}; \quad \rightarrow \quad \frac{D}{C} = \frac{66{,}66}{33{,}33} = 2$$

$$K = (0{,}3256 \times 0{,}33) + (0{,}66 \times 0{,}18 \times 0{,}62) = \boxed{18{,}11\%}$$

$$k = \frac{K}{1-I} = \frac{18{,}11}{0{,}62} = \boxed{29{,}21\%}$$

Dacă se cunoaște costul mediu ponderat al capitalului (K) și celelalte caracteristici ale creditului-bail, putem calcula fluxul de lichidități nete (redevențele anuale) pentru care investiția societății de leasing să fie rentabilă.

Spre exemplu:

- C = valoarea creditului-bail acordat 200000
- K = costul mediu ponderat al capitalului 9%

- I = cota de impozit pe profit 35%
- n = nr de ani de amortizare (liniar) 5
- V = valoarea reziduală ..... -
- L = fluxul de lichidități anuale (redevențe)
- At I = economii de impozit, ca urmare a deducerii amortizării din baza impozabilă (prin urmare, contează ca un flux pozitiv pentru societatea de leasing).

Pentru rezolvare, aplicăm formula de calcul a valorii actuariale nete:

$$VAN = -C + \sum_{t=1}^{n} \frac{L_t(1-I) + A_t \times I}{(1+k)^t}$$

$$VAN - 200000 + \sum_{t=1}^{5} \frac{L_t(1-35\%) + 40000 \times 35\%}{1{,}09^t} = \sum_{t=1}^{5} \frac{L_t \times 0{,}65 + 14000}{1{,}09^t} - 200000$$

$$VAN = \frac{0{,}65L + 14000}{1{,}09} + \frac{0{,}65L + 14000}{1{,}09^2} + \ldots \frac{0{,}65L + 14000}{1{,}09^5} - 200000$$

$$(0{,}65L + 14000)\frac{1-(1+0{,}09)^{-5}}{0{,}09} = 200000$$

$$(0{,}65 + 14000)3{,}8896512 = 200000$$

$$L = \frac{\frac{200000}{3{,}8896512} - 14000}{0{,}65} = \boxed{57566{,}91}$$

7.6.3.2. Costul creditului-bail pentru utilizator

La nivelul utilizatorului costul creditului-bail trebuie analizat comparativ cu costul pe care l-ar ocaziona un credit bancar de egală valoare, neomițând niște avantaje necuantificabile generate de creditul-bail, cum ar fi nemodificarea structurii financiare.

În mod concret, în aprecierea costului utilizatorul trebuie să aibă în vedere elemente diverse, precum:

⇒ nu este obligat să deburseze împrumutul;

⇒ varsă periodic redevențe, influențate pozitiv de facilitățile fiscale acordate de stat [L_t (1-I)];

⇒ renunță la economii de impozit asupra amortizării, bunul nefiind în proprietate, nu se amortizează de utilizator;

⇒ renunță la economii de impozit asupra cheltuielilor financiare fixe pe care le-ar fi avut dacă se împrumuta la o bancă.

Facultatea de Economie si Administrarea Afacerilor
BIBLIOTECA

În aceste condiții valoarea actuarială netă se calculează între fluxul pozitiv inițial (contravaloarea bunului în folosință) și fluxurile negative viitoare actualizate (redevențele de plată).

Exemplu

- V = valoarea bunului ce face obiectul leasing-ului 1500000
- I = cota de impozit pe profit 38%
- K = costul mediu ponderat al capitalului pentru societatea de leasing 9%
- k = costul capitalului pentru utilizator [K /(1- I)] 14,51%
- n = durata contractului (amortizare liniară) ..... 6 ani
- L = valoarea fluxurilor anuale de lichidități solicitate de societatea de leasing 386096,25

$$VAN = 1500000 - \sum_{t=1}^{6} \frac{L_t(1-I) + A_t \times I + Cf_t \times I}{(1+k)^t}$$

$A = 1\,500000/6 = 250000$

$A \times I = 250000 \times 0{,}38 = 95000$

$L(1\text{-}I) = 386096{,}25 \times 0{,}62 = 239\,379{,}6$

$Cf_1 = 1\,500000 \times 0{,}1451 = 217\,650$; $Cf1 \times I = 217\,650 \times 0{,}38 = 82\,707$

$C_{f2} \times I = 68\,922$; $C_{f3} \times I = 55\,138$; $C_{f4} \times I = 41\,353$; $C_{f5} \times I = 27\,569$;

$C_{f6} \times I = 13784$

$$VAN = 1500000 - \left[\frac{239379{,}6 + 95000 + 82707}{1{,}1451} + \frac{239379{,}6 + 95000 + 68922}{1{,}1451^2} + \frac{239379{,}95 + 95000 + 55138}{1{,}1451^3} + \frac{239379{,}6 + 95000 + 41353}{1{,}1451^4} + \frac{239379{,}6 + 95000 + 27569}{1{,}1451^5} + \frac{239379{,}6 + 95000 + 13784}{1{,}1451^6} \right] = \boxed{11984}$$

Concluzie: VAN fiind pozitivă, investiția este acceptabilă pentru utilizatorul bunului obținut prin leasing, în condițiile când suportă un cost de 14.51%. VAN = 11984 arată că creditul-bail este preferabil unui credit bancar având aceeași destinație.

7.7. Costul total al capitalului

Finanțările pe termen lung au în vedere ansamblul surselor de acoperire a cheltuielilor de investire, atât a surselor proprii, cât și a celor obținute prin angajamente la termen. Costurile aferente finanțărilor pe termen lung se referă atât la capitalul propriu, cât și la capitalul de împrumut.

Compararea costurilor este, în general, dificil de realizat ca urmare a deosebirilor existente între diverse modele de finanțare. Chiar și pentru creditele pe termen mijlociu și lung compararea costurilor, deci alegerea celui mai avantajos credit, este o operațiune complicată din cauza multiplelor posibilități de stabilire a scadențelor, a capitalizării dobânzilor în cazul acordării de perioade de grație, a diverselor comisioane sau cote de risc etc.

Întreprinderile, indiferent de talie, indiferent că sunt într-un proces de creștere economică sau stagnare, nu pot pretinde altă rată a rentabilității proiectelor lor, respectiv nu pot avea alte niveluri de costuri ale capitalului avansat decât exigențele pieței financiare. Prin urmare, capitalul propriu trebuie remunerat ca și cel împrumutat. În ultimă instanță costul capitalului este independent de sursele de finanțare și, de asemenea, independent de caracteristicile economice ale întreprinderii.

Costul total al capitalului permite o legătură esențială între totalitatea nevoilor de fonduri și totalitatea resurselor pe care le poate mobiliza. În orice moment riscul și rentabilitatea se repercutează asupra diferitelor elemente din pasivul bilanțului, piața fiind aceea care evaluează titlurile (acțiuni, obligațiuni etc.) ținând cont de costurile sau rentabilitatea cerute pe piața financiară.

De aici rezultă că se poate reconstitui costul capitalului unei întreprinderi plecând de la rentabilitatea cerută pe piață pentru fiecare categorie de titlu financiar din portofoliu, înmulțită cu ponderea ce o deține în finanțarea totală a întreprinderii.

$$\text{Costul total al capitalului} = \left(\text{Costul fondurilor proprii} \times \text{\%fonduri proprii în finanțarea întreprinderii}\right) + \left(\text{Costul datoriilor} \times \text{\%datoriilor în finanțarea întreprinderii}\right)$$

Exemplu:

C = capitalul propriu 2500000
D = capitalul împrumutat 1500000
Q_p = costul capitalului propriu 21%
Q_d = costul capitalului împrumutat 15%
K = costul total al capitalului 18,37%

$$K = Q_p \cdot \frac{C}{C+D} + Q_d \cdot \frac{D}{C+D} \qquad K = 21\% \frac{2500000}{4000000} + 15\% \frac{1500000}{4000000} = 18{,}37\%$$

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 8

Finanțări pe termen scurt

8.1. Decizia de finanțare pe termen scurt

Deciziile de finanțare pe termen lung fixează cadrul general al dezvoltării unei societăți comerciale. Ele sunt temeinic fundamentate şi cel mai adesea ireversibile. Deciziile de finanțare pe termen scurt sunt subordonate deciziilor pe termen lung, fiind decizii curente, de corelare. Acest caracter al deciziilor pe termen scurt nu presupune deloc că sunt mai puțin importante; o eroare a deciziei de finanțare pe termen scurt poate antrena pierderi însemnate sau chiar încetarea plăților. Spre exemplu, un plasament pe termen scurt greşit conceput poate provoca fie o pierdere, fie un profit mai mic; falimentul unui client important poate conduce la depunerea bilanțului; o proastă proporționare între finanțările pe termen scurt şi cele pe termen lung poate conduce la costuri suplimentare şi deci reducerea rentabilității; o subevaluare sau supraevaluare a necesităților de finanțare pe termen scurt se poate reflecta negativ în situația lichidității financiare şi a capacității de plată a agenților economici creând pe parcursul anului, fie excedent de lichidități ce nu-şi găsesc un plasament convenabil, fie deficit de lichidități care nu poate fi acoperit la timp şi în mod economicos.

Spre deosebire de finanțările pe termen lung care vizează active imobilizate, cu un anumit grad de independență față de fluctuațiile procesului economic specific, **finanțările pe termen scurt vizează activele de exploatare** al căror cuantum variază prompt în funcție de creşterea sau descreşterea activității de la un an la altul, de la un trimestru la altul, sau de la un sezon la altul. În aceste condiții decizia de finanțare pe termen scurt trebuie să răspundă nu numai cerințelor de acoperire financiară a activelor circulante în cuantumul necesar şi la termenele prevăzute, dar să prezinte şi suficientă elasticitate, capacitate de adaptare la nevoile concrete ale diverselor etape, să poată fi majorate sau reduse, după caz, când cerințele exploatării o impun.

Multe societăți comerciale înregistrează variații însemnate ale volumului activității economice de la un trimestru la altul, ceea ce impune ca **necesarul permanent de active circulante să fie finanțat, în măsura posibilităților, din capitaluri permanente, iar nevoile care apar în perioade de vârf de activitate să fie finanțate prin resurse de trezorerie,** care pot fi adaptate cu

ușurință nevoilor reale ale exploatării. O asemenea strategie a finanțărilor pe termen scurt permite folosirea judicioasă a resurselor proprii, atrase și împrumutate, cu efecte favorabile pe linia economicității și rentabilității.

8.2. Resurse de finanțare a activelor circulante

Stabilirea necesarului de active circulante reprezintă, desigur, o operațiune importantă în ansamblul muncii financiare; în ultimă instanță însă, estimarea necesarului nu reprezintă decât baza de plecare pentru stabilirea și procurarea fondurilor acoperitoare. Pentru desfășurarea în bune condiții a activității prezintă importanță nu numai stabilirea cât mai exactă a volumului fondurilor acoperitoare, ci și caracterul judicios al folosirii uneia sau alteia dintre metodele de acoperire financiară: finanțarea cu capital propriu și resurse atrase sau finanțarea prin angajamente pe termen scurt.

8.2.1. Resurse de finanțare pentru societăți comerciale și regii autonome

Acoperirea financiară a activelor circulante se realizează, pentru marea majoritate a unităților cu capital de stat sau mixt, în participație, adică cu fonduri proprii și credite bancare. Această situație a finanțării societăților comerciale și regiilor autonome este preluată de la vechile întreprinderi de stat. Transformarea lor în societăți comerciale și regii autonome n-a putut modifica și structura capitalului, aceasta fiind o problemă de viitor în care procesul de privatizare urmează să-și spună cuvântul.

În prezent, acoperirea financiară a activelor circulante într-o anumită proporție cu fonduri proprii este avantajoasă atât pentru independența întreprinderilor respective, cât și pentru costul mai redus al capitalului propriu în comparație cu costul creditelor - mai ales în condițiile actualelor dobânzi înalte.

În condiții normale însă nu este recomandabil să se exagereze pe linia formării capitalului propriu pentru active circulante, pentru ca el să nu rămână neutilizat și deci nefructificat în perioadele cu activitate mai redusă. De fiecare dată este oportun să se găsească modelul optim de îmbinare a finanțării prin fonduri proprii cu finanțarea prin angajamente pe termen scurt. Responsabilitatea formării fondurilor proprii și a apelului la credite, ca surse de finanțare a activelor circulante, ca și întreaga strategie a dezvoltării sunt probleme care depind de posibilitățile financiare ale societăților comerciale și de deciziile pe care le iau cu privire la repartizarea profiturilor.

Principala sursă de finanțare a activelor circulante pentru societățile comerciale în funcțiune este **profitul.** Se formează astfel legătura între calitatea activității și finanțarea activelor circulante. Conducerea întreprinderii decide în

fiecare an partea din profitul net ce poate fi afectată creșterii fondurilor proprii pentru active circulante. În dimensionarea profitului destinat finanțării activelor circulante se ține seama și de posibilitatea folosirii pentru aceeași destinație a resurselor atrase și în primul rând a **pasivelor stabile.**

Prin pasive stabile se înțelege datoria minimă permanentă a societății către terți; persoane juridice sau fizice, rezultată din decalajul în timp dintre apariția obligațiilor de plată și stingerea obligațiilor (efectuarea plăților). Ca urmare a faptului că au un caracter permanent, pasivele stabile sunt asimilate fondurilor proprii, fiind folosite ca atare, pentru finanțarea activelor circulante. Astfel de datorii minime permanente apar în urma relațiilor contractuale dintre întreprindere și furnizorii săi, bugetul statului, salariații proprii.

În practica financiară, la nivelul întreprinderilor, se cunosc două metode de calculare a pasivelor stabile, în funcție de sursele generatoare ale acestora: metoda numărului de zile întârziere și metoda soldurilor zilnice.

Prima metodă se aplică în cazul aprovizionărilor cu materii prime, materiale, mărfuri, combustibil etc., determinarea volumului pasivelor stabile efectuându-se în funcție de sumele prevăzute pentru aceste aprovizionări și **numărul zilelor de întârziere** între apariția obligațiilor de plată și stingerea obligațiilor.

$$PS = \frac{A \times t}{T}$$

unde:

PS = pasive stabile;

A = volumul aprovizionărilor anuale sau trimestriale;

t = numărul de zile de la sosirea livrărilor până la efectuarea plăților;

T = numărul de zile ale perioadei ce se ia în considerație (an, trimestru).

Metoda soldurilor zilnice se aplică în cazul fondului de salarii, contribuții pentru asigurări sociale, pentru șomaj, taxa pe valoarea adăugată, impozitul pe profit etc. Pentru fiecare din aceste surse se calculează mai întâi obligația zilnică, prin împărțirea la 90. În funcție de periodicitatea legală a plăților respective se calculează, pentru fiecare zi din lună și fiecare sursă, volumul obligațiilor, urmând ca ulterior să se însumeze. Se formează astfel solduri totale ale datoriilor zilnice în cursul unei luni. Din acestea se alege cel mai mic sold, care constituie pasivele stabile ce se iau în considerare în luna respectivă.

Societățile comerciale care iau ființă direct, neprovenind din vechile întreprinderi de stat, ca și toate întreprinderile existente care doresc să-și sporească substanțial activitatea își constituie sursele de finanțare a activelor circulante sau și le majorează pe calea emiterii și vânzării de acțiuni care conduc la formarea capitalului social din care o parte este afectată finanțării activelor circulante.

8.3. Fondul de rulment

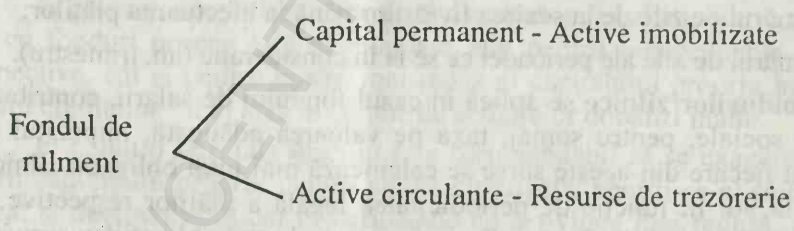
În sectorul privat finanțarea activelor circulante se face pe seama fondului de rulment, a creditelor furnizor și a creditelor bancare pe termen scurt. De la caz la caz, ponderea poate s-o țină unul sau altul din elementele menționate.

Fondul de rulment este un concept mult utilizat în analiza financiară. El servește pentru a măsura condițiile echilibrului financiar care rezultă din confruntarea dintre lichiditatea activelor pe termen scurt și exigibilitatea pasivelor pe termen scurt. La o anumită dată, fondul de rulment reprezintă excedentul activelor pe termen scurt asupra pasivelor pe termen scurt. Pentru unele întreprinderi fondul de rulment desemnează fondul de casă, suma disponibilă pentru asigurarea continuității plăților curente.

Fondul de rulment este, totodată, și un indicator de lichiditate: cu cât fondul de rulment este mai mare, cu atât mai mici vor fi datoriile pe termen scurt pentru finanțarea activelor circulante. Estimat în valoare absolută, fondul de rulment are o semnificație economică mai redusă; de aceea este folosit adesea exprimat în mărime relativă, în raport cu (vânzările) cifra de afaceri:

$$\frac{\text{Fond de rulment} \times 360}{\text{Cifra de afaceri}} = \text{Ponderea fondului de rulment, în cifra de afaceri.}$$

În mărime absolută fondul de rulment se determină în două variante: fie ca diferență între capital permanent și imobilizări nete, fie ca diferență între active circulante și resurse de trezorerie.



Ambele modalități de calcul conduc la același rezultat, cu deosebire că prima metodă creează posibilitatea aprecierii modalității de finanțare a investițiilor, în timp ce a doua metodă creează posibilitatea aprecierii echilibrului financiar pe termen scurt.

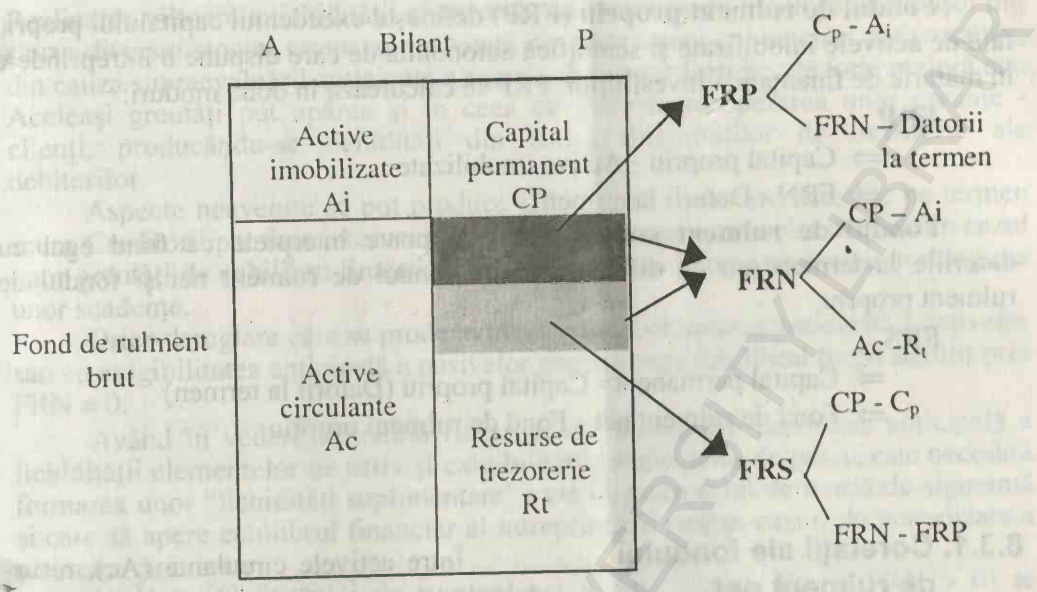


Fig. nr. 1

După cum se observă și din schema de bilanț de mai sus, din punctul de vedere al conținutului său fondul de rulment poate fi de patru feluri: brut, net, propriu și străin.

Fondul de rulment brut (FRB) se mai numește fond de rulment total sau economic și desemnează toate elementele de active circulante susceptibile de a fi transformate în bani într-un termen mai mic decât un an, adică să se reînnoiască, să efectueze cel puțin o rotație, un rulment. Fondul de rulment brut ca ansamblu al elementelor de activ caracterizate prin lichidități pe termen mai mic de un an se compune din stocuri diverse, creanțe clienți, avansuri acordate furnizorilor, disponibilități bănești în casă, în cont, în carnete de cecuri eliberate.

Fondul de rulment net (FRN) sau permanent prezintă cea mai mare însemnătate din punct de vedere operațional și sub aspectul analizei economice. FRN reprezintă partea din capitalul permanent care poate fi utilizată pentru finanțarea activelor circulante, adică excedentul de capital permanent față de activele imobilizate sau excedentul activelor circulante cu lichidități pe termen mai mic de un an, față de datoriile cu exigibilitate pe termen mai mic de un an.

FRN se calculează, deci, în două variante:

FRN

⇒ Capital permanent - Active imobilizate

⇒ Active circulante - Datorii pe termen scurt.

BCU CLUJ UNIVERSITY LIBRARY

Fondul de rulment propriu (FRP) definește excedentul capitalului propriu față de activele imobilizate și semnifică autonomia de care dispune o întreprindere în materie de finanțare a investițiilor. FRP se calculează în două moduri:

FRP

⇒ Capital propriu - Active imobilizate

⇒ FRN - Datorii la termen

Fondul de rulment străin (FRS) se poate interpreta ca fiind egal cu datoriile la termen sau cu diferența dintre fondul de rulment net și fondul de rulment propriu.

FRS

⇒ Capital permanent - Capital propriu (Datorii la termen)

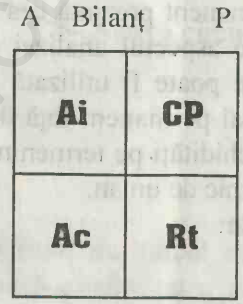
⇒ Fond de rulment net - Fond de rulment propriu

8.3.1. Corelații ale fondului de rulment net

Între activele circulante (Ac), resursele de trezorerie (Rt) și fondul de rulment net (FRN) există posibilitatea unei triple corelații din care să rezulte fond de rulment net pozitiv, neutru sau negativ, după cum urmează:

AC = Rt	FRN = 0	Fond de rulment net neutru
AC > Rt	FRN > 0	Fond de rulment net pozitiv
AC < Rt	FRN < 0	Fond de rulment net negativ

a) În cazul fondului de rulment net neutru (AC = Rt → FRN = 0) solvabilitatea pe termen scurt pare asigurată, însă riscul diferit al elementelor de activ sau de pasiv face ca acest echilibru (AC = Rt) să fie fragil.



AC = Rt → FRN = 0
Fond de rulment net neutru

Fig. nr. 2

Realizarea viitoare a lichidității elementelor de activ poate fi compromisă ușor din cauze diverse: stocuri ce nu se pot vinde din cauza unei conjuncturi nefavorabile, din cauza supraevaluării anticipate a cererii, din cauze fortuite, de forță majoră etc. Aceleași greutăți pot apărea și în ceea ce privește recuperarea unor creanțe - clienți, producându-se lichidități din cauza dificultăților de trezorerie ale debitorilor.

Aspecte neavenite se pot produce și în ceea ce privește datoriile pe termen scurt. Creditorii pot face intervenții pentru accelerarea termenelor de plată în cazul unor greutăți de echilibru financiar, nefiind de acord în nici un caz cu prelungirea unor scadențe.

Orice dereglare care se produce în raport cu lichiditatea anticipată a activelor sau cu exigibilitatea anticipată a pasivelor poate afecta echilibrul fragil stabilit prin FRN = 0.

Având în vedere asimetria riscurilor ce decurg din estimarea anticipată a lichidității elementelor de activ și exigibilității elementelor de pasiv, este necesară formarea unor "lichidități suplimentare" care să joace rolul de marjă de siguranță și care să apere echilibrul financiar al întreprinderii pentru cazuri de nerealizare a activelor circulante.

b) În cazul fondului de rulment net pozitiv (AC > Rt → FRN > 0) se constată un excedent potențial de lichidități pe termen scurt, față de exigibilitățile potențiale pe termen scurt.

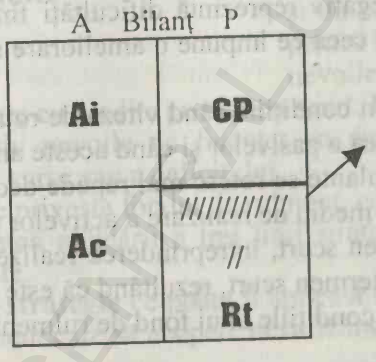


Fig. nr. 3

O astfel de situație poate fi rezultatul unei corelări favorabile în termeni de lichiditate, ceea ce înseamnă că întreprinderea este în măsură să facă față tuturor scadențelor pe termen scurt și să dispună încă de un stoc tampon de lichidități destinate să anihileze eventuali factori nefavorabili privitor la vânzarea activelor în viitor sau la onorarea datoriilor pe termen scurt.

c) În cazul fondului de rulment net negativ (AC < Rt → FRN < 0), lichiditățile potențiale nu acoperă exigibilitățile potențiale, ceea ce înseamnă dificultăți previzibile sub aspectul echilibrului financiar pe termen scurt.

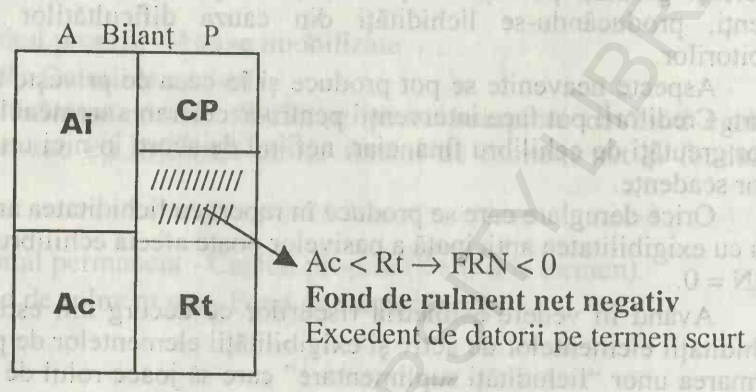


Fig. nr. 4

Recapitulând cele trei corelații ale fondului de rulment net putem aprecia că:

⇒ un fond de rulment net pozitiv reprezintă un semn favorabil privind solvabilitatea și echilibrul financiar al întreprinderii;

⇒ un fond de rulment net neutru comportă o solvabilitate fragilă care se poate dezechilibra oricând;

⇒ un fond de rulment net negativ reprezintă dificultăți financiare previzibile pe linia solvabilității, ceea ce impune o ameliorare substanțială de finanțare.

Aceste concluzii sunt valabile în condițiile când viteza de rotație a activelor este identică sau foarte apropiată de cea a pasivelor și când aceste anticipări rămân nemodificate. Dacă însă activele circulante se rotesc mai repede decât datoriile pe termen scurt, respectiv dacă termenul mediu de realizare a activelor circulante este mai redus decât al datoriilor pe termen scurt, întreprinderea realizează lichidități mai repede decât ritmul datoriilor pe termen scurt, rezultând că este posibilă realizarea unui echilibru financiar chiar în condițiile unui fond de rulment net negativ.

Exemplu:

A	Bilanț		P
Active imobilizate	1100000	Capital permanent	900000
Active circulante	2500000	Datorii termen scurt	2700000
	3600000		3600000

FRN = 900000 - 1100000 = - 200000

FRN = 2500000 - 2700000 = - 200000

→ FRN < 0 (negativ)

La prima vedere fondul de rulment negativ indică o situație nefavorabilă sub aspectul echilibrului financiar, dar dacă se are în vedere gradul de lichiditate a activelor circulante și gradul de exigibilitate a datoriilor pe termen scurt, lucrurile se pot schimba.

Să presupunem, în exemplul de mai sus, că termenul mediu de rotație (realizare) a activelor este de 2 luni, iar termenul mediu de plată a datoriilor pe termen scurt este de 3 luni. În acest caz, la nivelul unui trimestru:

$\Rightarrow$ activele circulante se rotesc de 1,5 ori $= 2500000 \times 1,5 = 3750000$

$\Rightarrow$ datoriile pe termen scurt se rotesc o dată $= 2700000 \times 1 = \underline{2700000}$

$\mathbf{+\ 1050000}$

Rezultă că, în ciuda unui fond de rulment net negativ, ca urmare a vitezei de rotație a elementelor de activ și pasiv, se creează o corelație favorabilă pe termen scurt, un excedent de lichidități de 1050000.

Concluzie. Calcularea fondului de rulment net nu permite aprecieri realiste decât dacă se ia în considerare gradul de lichiditate a activelor circulante și gradul de exigibilitate a datoriilor pe termen scurt. Există întreprinderi cu fond de rulment net negativ care manifestă o vitalitate reală și solvabilitate permanentă, după cum pot exista întreprinderi cu fond de rulment net pozitiv care, practic, se dovedesc fără capacitate de plată.

8.3.2. Politica fondului de rulment

Ciclul de exploatare implică nevoi de active circulante cu caracter permanent, dar și cu caracter temporar. În aceste condiții pentru întreprinderi este oportun să acopere nevoile permanente cu fond de rulment, iar nevoile temporare cu credite pe termen scurt. Intervenția creditului pe termen scurt reglează operativ nevoile de finanțat cu sursele acoperitoare, evitând apariția excedentului de surse sau a deficitului.

În ceea ce privește fondul de rulment, constituirea și nivelul acestuia ocazionează posibilitatea aplicării a trei linii strategice din partea întreprinderilor, cu implicații diferite.

O primă strategie ce poate fi aplicată de întreprinderi este de a-și constitui un fond de rulment care să acopere nevoile medii de active circulante.

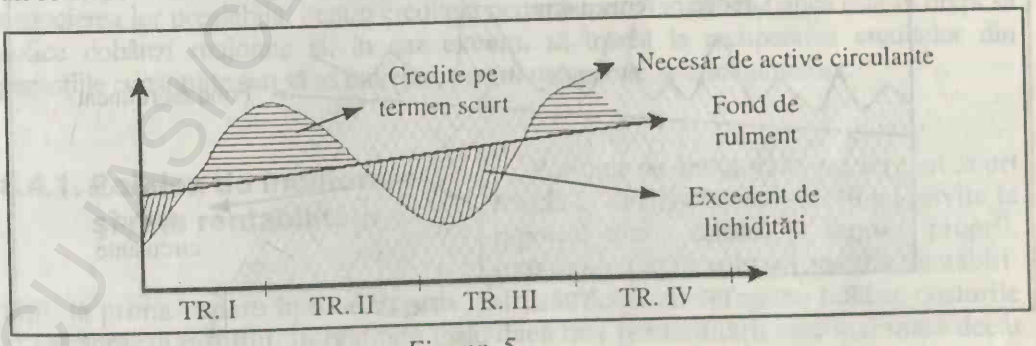


Fig. nr. 5

În conformitate cu această strategie, în perioada de vârf de activitate se apelează la credite pe termen scurt (în graficul alăturat corespunde perioadei înscrise între mijlocul trimestrului I și mijlocul trimestrului II), iar în perioada de gol de activitate apare excedent de lichidități în fond de rulment care să poată fi utilizat pentru diverse plasamente pe termen scurt (în grafic corespunde sfârșitului trimestrului II și sfârșitului trimestrului III). Se poate aprecia ca o politică prudentă a fondului de rulment.

O altă linie strategică ce poate fi adoptată de întreprinderi este de a-și constitui un fond de rulment deasupra oricărei oscilații trimestriale a necesarului de active circulante.

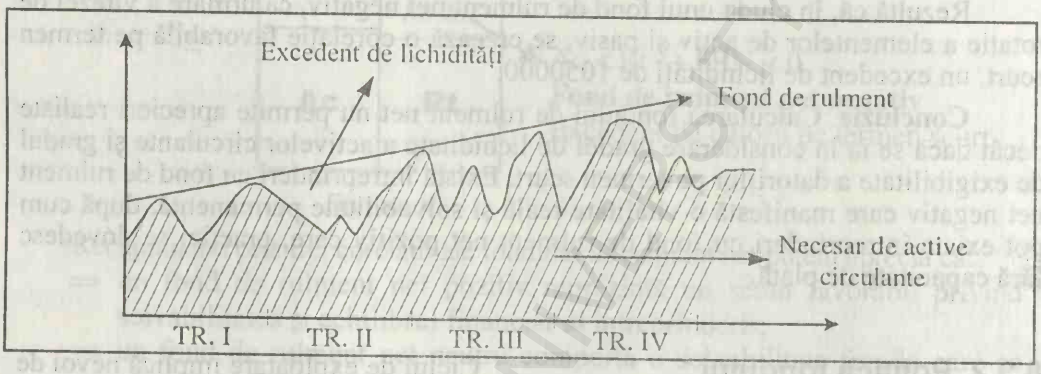


Fig. nr. 6

Este o politică conservatoare a fondului de rulment, ce se caracterizează prin renunțarea totală la credit pe termen scurt și realizarea permanentă de excedent de lichidități pe seama fondului de rulment, care ar putea fi utilizate pentru acoperirea oricărei creșteri neașteptate a activelor circulante. Pentru rentabilitatea generală a întreprinderii devine imperios necesar să se găsească plasamente pe termen scurt pentru fructificarea lichidităților.

Cea de a treia strategie ce poate fi adoptată de întreprinderi constă în formarea unui fond de rulment constant inferior oscilațiilor activelor circulante în cursul anului.

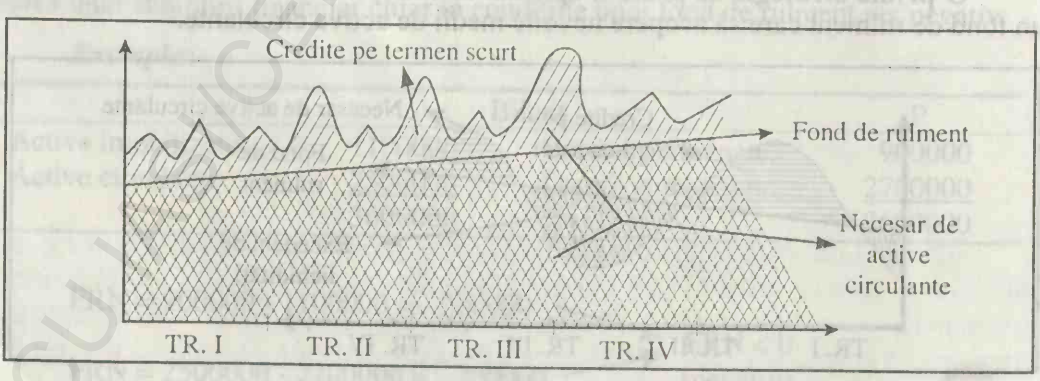


Fig. nr. 7

În această situație întreprinderea este nevoită să apeleze permanent la credite de trezorerie, ceea ce ridică nivelul costurilor. Se poate aprecia ca o politică riscantă a fondului de rulment întrucât întreprinderea depinde de deciziile băncii cu privire la nivelul creditelor și nivelul dobânzii. Totuși, dacă nivelul rentabilității întreprinderii este mai mare decât nivelul dobânzii această politică a fondului de rulment este acceptabilă întrucât apare efectul pozitiv de îndatorare.

8.4. Credite bancare pe termen scurt

Prezența creditului pe termen scurt în ansamblul relațiilor de formare a resurselor este cu atât mai importantă cu cât el constituie o resursă cu pondere mare în completarea fondurilor agenților economici. În condițiile când unitățile economice lucrează rentabil este mai avantajos să se apeleze la credite pe termen scurt pentru creșterea activității, decât să se aștepte până când, prin capitalizarea profiturilor, s-ar putea constitui fonduri proprii îndestulătoare.

Creditele pe termen scurt se acordă de bănci pe o perioadă până la 12 luni pentru agenții economici înscriși în Registrul comerțului, care prezintă garanții ferme, au cont în bancă și lucrează rentabil.

Atât la acordare, cât și pentru întreaga perioadă de utilizare debitorii trebuie să garanteze creditele cu valori materiale și resurse financiare prevăzute a se realiza, în sumă cel puțin egală cu creditul primit. Existența garanției constituie o certitudine pentru bancă că își va putea recupera sumele împrumutate, în cazul nerambursării la termen a creditului. În garanția creditului poate intra orice bun din patrimoniul societăților comerciale: stocuri, mijloace bănești în cont, resurse financiare prevăzute a se realiza în viitor. Nu pot constitui garanții stocurile de proastă calitate, cu termen de garanție depășit, prost depozitate etc.

Pentru întreprinderile private mici creditele se garantează cu întreg patrimoniul existent. Valoarea garanțiilor trebuie să fie cu 20% mai mare decât creditul acordat. În caz de nevoie se poate apela și la giranți, reprezentând terțe persoane care se oferă să garanteze cu averea și veniturile lor pentru eventualitatea că la scadență debitorul nu poate rambursa creditul.

Termenele de rambursare se înscriu drept clauze în contractul de credit, după negocierea lor prealabilă. Pentru creditele nerambursate la termen banca este în drept să aplice dobânzi majorate și, în caz extrem, să treacă la recuperarea creditelor din garanțiile constituite sau să se îndrepte, pentru recuperare, asupra giranților.

8.4.1. Politica de îndatorare și rata rentabilității

Politica de îndatorare pe termen scurt rezidă în decizia întreprinderii cu privire la raportul dintre datorii și fonduri proprii. Îndatorarea influențează asupra rentabilității, la prima vedere în mod negativ, întrucât dobânzile aferente măresc costurile și micșorează profitul. În realitate însă, dacă rata rentabilității este mai mare decât rata dobânzii, îndatorarea are o influență pozitivă asupra rentabilității și sporirii

bogăției societății comerciale. Atâta timp cât o societate poate câștiga la totalul investirilor sale mai mult decât costul datoriei, împrumutul este rentabil.

Pentru a determina efectul împrumuturilor asupra rentabilității să consemnăm, mai întâi, cele trei aspecte sub care poate fi analizată rentabilitatea, și anume:

$$\Rightarrow \text{rentabilitatea comercială } (R_c) = \frac{\text{Beneficiu}}{\text{Cifra de afaceri}}$$

$$\Rightarrow \text{rentabilitatea economică } (R_e) = \frac{\text{Beneficiu}}{\text{Total Activ}}$$

$$\Rightarrow \text{rentabilitatea financiară } (R_f) = \frac{\text{Beneficiu}}{\text{Capital propriu}}$$

Între rentabilitatea economică și rentabilitatea financiară există legături strânse care se exprimă astfel: dacă nu există împrumut, cele două rentabilități sunt egale; dacă există împrumut, diferența dintre cele două rate este în funcție de coeficientul structurii financiare a întreprinderii $\left(\frac{\text{Datorii}}{\text{Capital propriu}}\right)$ și diferența dintre rata rentabilității economice și rata dobânzii la creditele contractate.

Notăm:

r = rata rentabilității economice

i = rata dobânzii

A = total active

B = beneficiul net

C = capital propriu

D = datorii termen scurt

R_f = rata rentabilității financiare

$$B = r \times A - iD$$

$$r = \frac{B + iD}{A}$$ r = (în cazul că se lucrează și cu credite)

$$r = \frac{B}{A}$$ (dacă se lucrează fără credite)

$$Rf = \frac{B}{C} = \frac{r \times C}{C} + \frac{rD}{C} - \frac{iD}{C}$$

$$R_f = r + \frac{D}{C}(r - i)$$

Îndatorarea permite creșterea rentabilității financiare în raport cu rentabilitatea economică, bineînțeles în cazul că rata rentabilității este mai mare decât rata dobânzii.

$$R_f = r \pm \text{Efectul de îndatorare}$$

Când rata rentabilității economice este mai mică decât rata dobânzii, efectul de îndatorare este negativ, micșorând rentabilitatea financiară față de rentabilitatea economică.

Exemplu. Trei societăți comerciale care lucrează cu același volum al capitalului, dar cu structuri financiare diferite:

a) Capital 1 000 ..... Capital propriu 1 000 ..... r = 12%

b) Capital 1 000

⇒ 75% Capital propriu ..... r = 12%

⇒ 25% Credite .....i = 6%

c) Capital 1 000

⇒ 75% Capital propriu ..... r = 12%

⇒ 25% Credite ..... i = 15%

Pentru aceste trei societăți comerciale, r, și R_f se prezintă în felul următor:

$$a)\ r = \frac{B + iD}{A} = \frac{B}{A} = \frac{1000 \times 12\%}{1000} = 12\%$$

$$\boxed{R_f = 12\%}$$

Rentabilitatea economică este egală cu rentabilitatea financiară, iar efectul de îndatorare este egal cu zero.

$$b)\ r = \frac{B}{A} = \frac{750 \times 12\%}{750} = 12\%$$

$$R_f = r + \frac{D}{C}(r - i) = 12 + \frac{250}{750} \times (12\text{-}6) = \boxed{14\%}$$

Rentabilitatea financiară este mai mare decât rentabilitatea economică, efectul de îndatorare fiind egal cu + 2%.

$$c)\ r = \frac{B}{A} = \frac{750 \times 12\%}{750} = 12\%$$

$$R_f = r + \frac{D}{C}(r\text{-}i) = 12 + \frac{250}{750} \times (12\text{-}15) = \boxed{11\%}$$

Rentabilitatea financiară este mai mică decât rentabilitatea economică, efectul de îndatorare fiind egal cu – 1%.

Efectul de îndatorare este cu atât mai mare cu cât este mai mic costul îndatorării și cu cât întreprinderea este mai îndatorată.

8.4.2. Politica de îndatorare și riscul financiar

Este avantajos să se lucreze cu credite dacă rata rentabilității este mai mare decât rata dobânzii. Devine necesar însă să se aibă în vedere și riscul financiar respectiv, eventualitatea ca pe parcurs rata dobânzii să devanseze rata rentabilității, determinat de factori externi ai întreprinderii sau chiar de factori interni când, spre exemplu, costul creditului și rata rentabilității au fost prost previzionate.

Riscul pe care-l suportă societatea comercială poate fi: economic, financiar și global.

BUCHAREST ACADEMY OF ECONOMIC STUDIES UNIVERSITY LIBRARY

Riscul economic sau riscul de exploatare este legat de realizarea volumului activității specifice, de realizarea beneficiului sperat sau de realizarea unor fluxuri de lichidități viitoare.

Riscul financiar este cel asumat de întreprindere prin adoptarea îndatorării ca mijloc de finanțare. Riscul global nu este altceva decât suma riscurilor, economic și financiar.

Riscul financiar este un risc suplimentar, depinzând de maniera în care este finanțată întreprinderea. O întreprindere finanțată exclusiv din capital propriu nu suportă risc financiar. Riscul financiar apare când întreprinderea se finanțează prin credite bancare sau împrumuturi obligatare. Riscul financiar multiplică riscul economic și depinde hotărâtor de capacitatea întreprinderii de a-și acoperi sarcinile financiare fixe.

Întreprinderea îndatorată trebuie să verse periodic la bancă sume reprezentând principalul plus dobânda. Aceste vărsăminte au un caracter stabil, ele au fost previzionate prin contractul de credit, atât ca volum, cât și ca periodicitate. Caracterul stabil al acestor fluxuri negative, legat de probabilitatea fluxurilor pozitive de lichidități, generează riscul financiar. Cu cât structura financiară a întreprinderii $\left(\frac{\text{Datorii}}{\text{Capital propriu}}\right)$ este mai îndatorată, cu atât mai ridicat este riscul financiar.

Structura financiară implică în mod direct posibilitatea întreprinderii de a-și onora sarcinile financiare fixe (principal + dobânda), ceea ce înseamnă că totdeauna capacitatea de îndatorare trebuie să țină seama de aceste sarcini financiare fixe. Întreprinderile mari analizează volumul sarcinilor financiare fixe și evaluează riscul financiar plecând de la previziunile fluxurilor de lichiditate; întreprinderile mici pleacă, în această analiză, de la structura financiară. Unele întreprinderi pot avea un efect de îndatorare mare și, în același timp, o bună capacitate de acoperire a sarcinilor financiare fixe. Desigur, aceasta depinde de structura activelor circulante, de gradul lor de lichiditate. De aceea, analiza capacității de acoperire a sarcinilor financiare fixe exclusiv după structura financiară poate fi înșelătoare, fapt ce impune abordarea acestei probleme și pe baza analizei fluxurilor de lichiditate.

Diferențele în plus sau în minus ce apar în beneficiul realizat față de cel prevăzut antrenează variații ale rentabilității mai puternice la societățile îndatorate decât la cele care se finanțează exclusiv cu capital propriu. Chiar dacă rentabilitatea financiară este bună, un puternic efect de îndatorare riscă să antreneze instabilitatea beneficiilor, situație neagreată de acționari și, în general, de piața financiară.

Riscul economic și riscul financiar sunt suportate de către întreprindere, respectiv de acționari. Creditorii sunt mai puțin expuși la risc, ei deținând creanțe prioritare.

8.5. Creditarea societăților comerciale și regiilor autonome

Creditarea pe termen scurt a societăților comerciale cu capital de stat sau mixt și a regiilor autonome se efectuează prin contul curent și prin conturi simple de împrumut.

Contractul dintre părți stă la baza acordării creditelor. Înainte de semnarea acestuia are loc o discuție preliminară, cu caracter de informare-documentare, între inspectorul de bancă și agentul economic, pe probleme care motivează apelul la credite: obiectul și volumul activității societății comerciale, gradul de asigurare cu forță de muncă și mijloace materiale, perspectiva reușitei pe piață, nivelul încasărilor și cheltuielilor ce urmează a se realiza, situația patrimonială, fonduri proprii, împrumutate, garanții etc. Rezultatul acestei prime discuții se finalizează printr-un referat al inspectorului către conducerea băncii.

Dacă concluziile referatului sunt favorabile, agentul economic va depune la bancă o documentație mai largă, care să cuprindă date tehnice privind utilizarea creditului, situația veniturilor și cheltuielilor ce urmează a fi realizate în anul curent, ultimul bilanț și contul de profit și pierdere, situația garanțiilor disponibile, nr. de înregistrare a societății în Registrul Comerțului, precum și cererea expresă de deschidere a creditării.

Pe baza documentației se calculează anumiți indicatori care să permită concluzii cu privire la situația economico-financiară a solicitatorului de credite și luarea deciziei de creditare de către bancă:

$$\Rightarrow \text{gradul de îndatorare} = \frac{\text{Datorii}}{\text{Total pasiv}}$$

$$\Rightarrow \text{lichiditatea redusă} = \frac{\text{Active ușor lichide + lichidități primare}}{\text{Total datorii termen scurt}}$$

$$\Rightarrow \text{solvabilitate patrimonială} = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Capital propriu + datorii}}$$

$$\Rightarrow \text{rentabilitatea comercială} = \frac{\text{Beneficiul net}}{\text{Cifra de afaceri}}$$

- etc. -

Ultima fază înainte de semnarea contractului este negocierea clauzelor acestuia cu privire la volumul creditului, modul de acordare și de rambursare, nivelul dobânzii, scadențarea, garanții asiguratorii etc.

Băncile comerciale acordă diferite credite pe termen scurt: credite de trezorerie; credite pentru stocuri, cheltuieli și alte active constituite temporar din cauze justificate economic; credite pentru stocuri sezoniere; credite pentru nevoi temporare.

8.5.1. Creditele de trezorerie

Astfel de credite se acordă pentru acoperirea decalajului între totalul stocurilor și cheltuielilor - pe de o parte - și totalul resurselor și încasărilor - pe de altă parte. Ele se acordă în contul curent, prin care se efectuează, de regulă, încasările și plățile societăților comerciale și ale altor agenți economici.

Volumul creditelor de trezorerie se stabilește pe baza situației de trezorerie care se întocmește de agentul economic la începutul trimestrului, pe baza datelor contabile din trimestrul anterior, a programelor de activitate și de desfacere potrivit contractelor și comenzilor de aprovizionare și livrare, precum și a altor documente din care să rezulte evoluția raportului între totalul stocurilor și cheltuielilor, pe de o parte, și totalul resurselor și încasărilor, pe de altă parte, în perioada curentă.

Datele din situația de trezorerie sunt analizate și verificate de banca creditoare, urmărindu-se realitatea acestora, existența contractelor și comenzilor de aprovizionare-desfacere pe care se fundamentează volumul de încasări și cheltuieli stabilit. În finalul planului de trezorerie se determină deficitul sau excedentul de trezorerie. Excedentul de trezorerie exprimă volumul creditelor care pot fi rambursate în perioada curentă, iar deficitul de trezorerie indică volumul noilor credite de care poate beneficia agentul economic, peste cele provenite din trimestrul anterior.

Practic, situația de trezorerie se întocmește astfel:

1. Stocuri, cheltuieli și alte active conform bilanțului din care: active imobilizate în stocuri degradate, clienți litigioși etc.
2. Cheltuieli necesare realizării desfacerilor în perioada curentă (plăți pentru aprovizionări cu mărfuri, materiale, combustibil, energie, reparații, amortizări, salarii, impozite, asigurări etc.)
3. Total stocuri și cheltuieli la sfârșitul trimestrului curent (1 + 2 ...)
4. Capital de producție (active circulante)
5. Surse atrase
6. Încasări în perioada curentă (din vânzarea mărfurilor, avansuri, aconturi, alte încasări)
7. Credite bancare totale (existente anterior ... din care: credite restante.
8. Total resurse și încasări (4 + 5 + 6 + 7)
9. Deficit de trezorerie (3 - 8)
10. Excedent de trezorerie (8 - 3)

Creditele de trezorerie se pun la dispoziția agenților economici numai în urma negocierii cu aceștia și a semnării contractelor de împrumut în care se înscriu toate creditele de care beneficiază, inclusiv cele provenite din trimestrele anterioare. Întrucât în situația de trezorerie se au în vedere toate stocurile, cheltuielile și activele existente în sold la data ultimului bilanț, rezultă că volumul total al creditelor (credite din trimestrul anterior plus credite din trimestrul curent) de care beneficiază agentul economic va fi egal cu suma creditelor acordate prin cont curent și prin conturi simple de împrumut.

8.5.2. Creditele pentru stocuri, cheltuieli şi alte active constituite temporar

Aceste credite se acordă prin cont simplu de împrumut, pe baza cererilor şi documentelor prezentate de agenții economici. Este cazul creditelor ce se acordă peste cele avute în vedere în situația de trezorerie. Din cererile prezentate de agenții economici trebuie să rezulte clar obiectul creditării, cauzele economice de constituire temporară a stocurilor respective, dacă au desfacere asigurată, termenele de valorificare şi deci de rambursare pe această bază a creditelor primite.

8.5.3. Creditele pentru stocuri sezoniere

Necesarul valoric pentru aprovizionări sezoniere cu stocuri de mărfuri, materii prime şi produse de proveniență agricolă se acordă agenților economici prin cont simplu de împrumut, pe baza cererilor şi situațiilor prezentate la începutul fiecărui trimestru. Stocurile şi creditele aferente se deduc din situația de trezorerie. Din acest cont simplu de împrumut agenții economici pot efectua plăți pe măsura efectuării aprovizionărilor. Scadențele de rambursare se stabilesc în mod cert, în momentul acordării creditului, în funcție de previziunile privind valorificarea respectivelor stocuri sezoniere.

8.5.4. Creditele pentru nevoi temporare

Astfel de credite au în vedere acoperirea unor nevoi de fonduri peste cele rezultate din situația de trezorerie, determinate de cauze obiective cum sunt: primirea unor mărfuri din producția internă sau din import în avans sau în devans față de termenele contractate, cu condiția ca mărfurile să aibă asigurată desfacerea; acumularea de stocuri în vederea participării la târguri, expoziții, pentru deschiderea de noi magazine, pentru schimbul de mărfuri cu alte țări. Creditele se aprobă pe baza cererii societății comerciale, din care rezultă structura stocurilor pentru care se cer credite pentru nevoi temporare, cauzele formării, valoarea lor, termenele la care se vor lichida şi, prin urmare, se vor rambursa creditele. Creditul se acordă în principiu pe o perioadă de 90 de zile.

Creditele pentru nevoi temporare se acordă prin conturi simple de împrumut şi sunt negociabile, ca şi creditele de trezorerie. Aceste credite, ca şi stocurile cu care sunt garantate, nu se cuprind în situația de trezorerie. Pentru toate creditele ce se acordă prin conturi simple de împrumut banca verifică temeinic documentațiile prezentate de agenții economici, inclusiv prin deplasarea inspectorilor bancari şi constatarea la fața locului a stocurilor respective, a cauzelor care le-au generat,

existența contractelor, a comenzilor și a oricăror acte care să formeze convingerea fermă a organului bancar că aceste credite sunt garantate și au asigurată rambursarea.

Acordarea creditelor pe conturi simple de împrumut se face numai dacă s-au utilizat integral creditele de trezorerie acordate prin contul curent, prin virarea sumelor, pe măsura necesităților, în acest cont, din care se efectuează toate plățile și încasările agenților economici, cu excepția creditelor pentru stocuri sezoniere.

Pentru acordarea creditelor de trezorerie și a creditelor în conturi simple de împrumut, banca solicită garanții asiguratorii din partea debitorilor.

8.5.5. Scadența și rambursarea creditelor

Toate creditele pe termen scurt obținute de agenții economici se scadențează și urmăresc la rambursare pe măsura utilizării și valorificării stocurilor și trecerii pe costuri a cheltuielilor creditate.

Pentru creditele de trezorerie, rambursabile din excedente de trezorerie, scadențele se stabilesc eșalonat, până la sfârșitul trimestrului curent și numai în cazuri justificate se pot prelungi până în trimestrul următor.

Creditele acordate prin conturi simple de împrumut se scadențează în funcție de termenele de valorificare a stocurilor și altor active care au stat la baza acordării lor, fără a depăși 90 de zile în cazul creditelor pentru nevoi temporare și 12 luni în cazul celorlalte credite, de la acordare.

Scadențele astfel stabilite, negociate și acceptate de agenții economici și bancă se înscriu în contractul de împrumut, respectarea lor fiind obligatorie pentru împrumutați. Banca își rezervă dreptul de recuperare a creditelor înainte de scadență atunci când constată înstrăinarea garanțiilor prezentate, utilizarea creditelor în alte scopuri decât acelea pentru care au fost acordate, păstrarea în condiții necorespunzătoare a valorilor materiale aduse în garanție sau în cazul sustragerii debitorilor de la îndeplinirea obligațiilor din contract.

8.5.6. Verificarea garanției creditelor

Controlul utilizării creditelor și verificarea garanției acestora se efectuează de organele bancare atât faptic, cât și scriptic.

Banca creditoare admite atât garanții personale, cât și garanții reale. Garanțiile personale pot fi, la rândul lor, **simple**, când un terț garantează, în limita unei sume, că va achita băncii eventualele obligații neonorate de debitor și **solidare** când terțul girant se obligă să achite întreaga sumă nerambursată de debitor.

Garanțiile reale se pot constitui de către debitor în diverse forme:

- **gajul** constituie principalul element de garantare a creditului fiind constituit din bunuri patrimoniale mobile, din pachete de acțiuni, obligațiuni sau

alte titluri de valori mobiliare. Gajul poate fi **cu deposedare**, când bunurile trec în păstrarea băncii sau unui terț sau **fără deposedare**, când bunurile rămân în custodia debitorului. Se constituie în gaj și bunurile achiziționate cu credite;

- **ipoteca** este o garanție reală, imobiliară, cu păstrarea dreptului de proprietate al debitorului, dar fără dreptul înstrăinării până la rambursarea creditului;
- **warrantul** și recipisa warrant atestă depozitarea unor stocuri în antrepozite generale în vederea unei viitoare vânzări. Recipisa conferă dreptul de proprietate asupra stocurilor respective, iar warrantul atestă existența mărfurilor, cantitativ, calitativ, sortimental, valoric, depozitate la un terț. Acest document se poate transmite prin andosare sau depune în gaj la o bancă pentru obținerea unui credit. Debitorul nu poate ridica mărfurile din depozitul general decât cu ambele documente (recipisă + warrant). Pentru anumite categorii de stocuri (produse agricole, petroliere) care reclamă cheltuieli mari cu transportul și depozitarea, banca poate admite constituirea lor în custodia debitorilor, fără a mai fi transportate la un depozit general;
- **cauțiunea** reprezintă depozite în lei sau valută, cu indicația expresă de garantare a unui credit;
- **scrisoarea de garanție** este emisă de o altă bancă sau instituție financiară care nu poate acorda creditul, dar este dispusă să garanteze pe debitor în fața unei alte bănci;
- **cesiunea** reprezintă o modalitate de garantare a creditelor bancare prin cedarea de către debitor a drepturilor sale ce ar putea proveni din chirii, asigurări, a unor venituri viitoare, a unor instrumente de plată etc.

8.5.6.1. Verificarea faptică a garanției creditelor

Controlul faptic se realizează prin constatări la fața locului asupra existenței stocurilor constituite în garanție, calitatea acestora, condițiile de păstrare, modul de utilizare în consum sau de valorificare. Controlul se efectuează prin sondaj, de regulă, la acordarea creditelor și ori de câte ori se consideră necesar.

În cazul că la verificarea faptică se constată înstrăinarea garanțiilor prezentate, utilizarea creditelor în alte scopuri decât acelea pentru care au fost acordate, păstrarea în condiții necorespunzătoare a valorilor materiale aduse în garanție, banca dispune recuperarea creditelor respective din încasările agenților economici, înaintea altor plăți.

8.5.6.2. Verificarea scriptică a garanției creditelor

Garanția creditelor se verifică periodic pe baza datelor din evidența contabilă, atât pentru creditele acordate prin conturi simple de împrumut, cât și pentru cele de trezorerie acordate prin contul curent. Cu acest prilej se urmărește identificarea activelor imobilizate în mărfuri expediate și neîncasate la termen, mărfuri refuzate de clienți, debitori litigioși, avansuri nerecuperate la termen etc., susceptibile de a fi trecute la credite restante, pentru care se aplică dobânzi majorate.

a) **Verificarea scriptică a garanției creditelor acordate prin conturi simple de împrumut se efectuează astfel:**

1. Valoarea stocurilor creditate prin contul simplu de împrumut.
2. Valoarea stocurilor degradate, fără desfacere asigurată, creditate prin contul simplu de împrumut.
3. Garanția creditelor la contul simplu de împrumut (1 - 2).
4. Soldul creditelor acordate prin contul simplu de împrumut.
5. Minus de garanție la contul simplu de împrumut (4 - 3)
6. Plus de garanție la contul simplu de împrumut (3 - 4).

Plusul sau minusul de garanție se regularizează prin contul curent. În cazul plusului de garanție, operațiunea contabilă este:

Ct . curent = cont simplu de împrumut

ceea ce înseamnă că agentul economic poate primi noi credite în contul simplu de împrumut, corespunzător valorii plusului de garanție. În cazul minusului de garanție, operațiunea contabilă este inversă:

Ct. simplu de împrumut = Ct. curent

ceea ce reprezintă retragerea creditelor din contul simplu de împrumut, corespunzător minusului de garanție constatat.

b) **Verificarea scriptică a garanției creditelor acordate prin contul curent se efectuează astfel:**

1. Valoarea activelor circulante imobilizate, inclusiv pierderile neacoperite.
2. Soldul creditelor restante preluat din bilanțul trimestrului anterior sau din balanța de verificare a lunii anterioare.

Dacă activele circulante imobilizate sunt mai mari decât soldul creditelor restante rezultă minus de garanție, care va ocaziona sporirea creditelor restante prin operațiunea contabilă.

Ct. curent = Ct. credite restante

În cazul că activele circulante imobilizate sunt mai mici decât soldul creditelor restante, aceasta înseamnă că agentul economic a readus în circulație anumite

active imobilizate în perioada anterioară, ceea ce ocazionează reducerea creditelor restante, prin creditul contului curent.

Ct. credite restante = Ct. curent

În ambele situații soldul contului curent luat în considerație este cel influențat cu rezultatele verificării garanției creditelor la conturile simple de împrumut.

8.6. Creditarea întreprinderilor mici

Întreprinderile mici, asociațiile cu scop lucrativ, asociațiile familiale și persoanele autorizate să desfășoare o activitate economică independentă pot primi credite de la bănci, pe bază de garanții asiguratorii, în completarea resurselor proprii, în vederea realizării activității prevăzute în autorizația de constituire.

Suma creditului se stabilește la cererea scrisă a debitorului, pe bază de negociere, în funcție de volumul activității, rentabilitatea scontată, resursele proprii și garanțiile prezentate. Cu ocazia negocierii creditului banca analizează bilanțul și situația patrimonială la zi (în cazul întreprinderilor mici) și situația patrimoniului pentru celelalte categorii de debitori (asociații lucrative, familiale și alte persoane autorizate).

Băncile pot acorda credite întreprinderilor mici atât pentru activitatea economică prevăzută în autorizația de funcționare, pe un termen până la 12 luni, cât și pentru investiții diverse, pe un termen până la 5 ani, cu o perioadă de grație de până la 12 luni. Creditele se acordă printr-un cont distinct de împrumut, plățile efective urmând să se facă după epuizarea resurselor proprii din contul de disponibilități. Scadențele, volumul ratelor de rambursat și dobânzile se stabilesc prin contractul de credit.

Garanția acestor credite se poate constitui sub diferite forme: ipoteci asupra bunurilor imobile ale debitorilor sau giranților; alte bunuri proprietate personală a giranților ce se înscriu în contractul de credit și în registrele speciale de gajuri deschise la primărie; cesiuni în favoarea băncii. cum ar fi drepturi de despăgubiri din asigurări de bunuri, drepturi cuvenite de la partenerii de contracte economice; bunurile ce se cumpără din creditele bancare primite, indiferent dacă garanțiile enumerate mai sus acoperă volumul creditului. În toate cazurile se tinde ca valoarea garanției să fie cu 10 – 20% mai mare față de volumul creditului acordat.

La cererea debitorului banca poate accepta amânarea rambursării creditului pe o perioadă până la 45 zile. Banca bonifică dobânzi pentru disponibilitățile existente în conturile debitorului și percepe dobânzi la creditele acordate. Dobânda la credite se calculează în funcție de volumul creditelor, termenele de rambursare și rata dobânzii și se încasează la fiecare scadență.

În vederea asigurării rambursării creditelor banca supraveghează modul cum se utilizează creditul, controlează situațiile economico-financiare pe bază de bilanț sau pe baza situațiilor patrimoniale, verifică existența faptică a bunurilor constituite în gaj. Dacă nu se respectă clauzele contractuale de către debitor, banca îl somează să-și îndeplinească obligațiile, putând trece la recuperarea creditelor, inclusiv prin executarea silită (valorificarea garanțiilor). Apariția unor rate restante de rambursat provoacă perceperea unor dobânzi penalizatoare. În principiu, nu se acordă noi credite în cazul existenței ratelor nerambursate la timp.

8.6.1. Riscul creditului

Băncile comerciale care acordă credite agenților economici își asumă, desigur, pe lângă riscul de imobilizare și un risc economic, adică riscul de a nu putea recupera creditul acordat, de a nu putea primi dobânda cuvenită, din cauza situației precare a debitorului.

Băncile iau măsuri de protecție împotriva riscului, adaptând nivelul dobânzilor practicate la intensitatea riscului asumat, dar nimeni nu garantează că debitorii vor fi solvabili la scadență. Singura garanție a băncilor este politica lor prudentă și inteligentă.

În acest context, periodic, băncile întocmesc situația centralizării riscurilor, făcând analiza portofoliului de credite pe termen scurt acordate agenților economici, utilizând un tablou matriceal de felul următor:

Tabelul nr. 16

Performanțele economico-financiare ale debitorilor	Bun (împrumut curent)	Slab (împrumut restant până la 30 zile)	Necorespunzător (împrumut restant peste 30 zile)
Debitori categoria A ...	Credite cu risc minim	Credite în observare	Credite sub standard
Debitori categoria B ...	Credite în observare	Credite sub standard	Credite incerte
Debitori categoria C ...	Credite sub standard	Credite incerte	Credite cu risc major
Debitori categoria D ...	Credite incerte	Credite cu risc major	Credite cu risc major
Debitori categoria E ...	Credite cu risc major	Credite cu risc major	Credite cu risc major

- Creditele cu risc minim (credite performante) sunt cele acordate agenților economici cu activitate bună, care lucrează rentabil, care rambursează la timp, sunt solvabili și au capacitate de plată.
- Creditele în observare reprezintă plasamente bancare în clienți cu rezultate economico-financiare bune, dar care uneori întâmpină greutăți ca urmare a scăderii cifrei de afaceri, clienți cu bonitate în prezent dar fără

perspective deosebite în viitor pentru menținerea performanțelor lor economico-financiare, clienți pentru care este previzibilă apariția unor probleme organizatorice, de personal sau tehnologice.

- Creditele sub standard reprezintă plasamente cu deficiențe, cu riscuri care periclitează lichidarea datoriei, plasamente insuficient protejate de capitalul propriu și capacitatea de plată a debitorilor, pentru care există riscul ca banca să preia parțial pierderile dacă deficiențele semnalate la client nu se remediază pe parcurs. Debitorii din categoria C se caracterizează printr-o situație economico-financiară satisfăcătoare în prezent, dar cu tendințe de înrăutățire a indicatorilor economici și financiari, sau înrăutățirea situației lor organizatorice sau de personal.
- Creditele incerte reprezintă plasamente neprotejate sau protejate în mică măsură de garanții, pentru care rambursarea este incertă. Debitorii din categoria D au o situație economică oscilantă, între satisfăcător și nesatisfăcător.
- Creditele cu risc major (neperformante) reprezintă plasamente ce nu pot fi rambursate, ceea ce pune sub semnul întrebării menținerea lor în continuare în activul băncii.

8.7. Credite pe termen scurt, specifice economiei de piață

Metodele de previziune aplicate de întreprinderi le permit să anticipeze pe termen scurt condițiile realizării echilibrului financiar între încasări și plăți, să pună în evidență eventualele deficite sau excedente de trezorerie.

Evidențierea excedentelor sau deficitelor este punctul de plecare pentru alegerea căilor care să permită fie utilizarea remuneratorie a excedentului, prin plasamente pe termen scurt, fie solicitarea de credite pe termen scurt pentru acoperirea deficitului de trezorerie.

Așadar, creditele și plasamentele pe termen scurt constituie instrumente ale situației de trezorerie. Deficitele sunt, de regulă, mai frecvente și mai grave pentru că pot conduce la încetarea plăților, chiar pe fondul unei solvabilități evidente.

Creditele pe termen scurt prezintă o mare varietate, au trăsături caracteristice diferite în funcție de obiect, durată, cost și modalități practice de acordare – rambursare. De regulă, ele se deschid direct de bancă, ca rezultat al negocierilor cu debitorii și au o durată de până la 3 luni. Rambursarea creditelor trebuie asigurată în procesul derulării operațiunilor economice ale debitorului. Banca are latitudinea ca în relațiile cu debitorii săi, fie să ceară asigurarea rambursării creditelor prin gajarea încasărilor prevăzute la anumite operațiuni comerciale, fie să acorde un credit general, pentru nevoi de plăți curente, fără asigurări deosebite, decât bonitatea recunoscută a debitorului.

Având în vedere marea varietate a creditelor de trezorerie, le vom prezenta grupându-le, în prealabil, în trei părți: credite cu caracter general sau credite de trezorerie, credite de mobilizare și credite de prefinanțare.

8.7.1. Credite de trezorerie

Creditele de trezorerie, denumite și credite cu caracter general, sunt acelea deschise de bancă în funcție de situația trezoreriei întreprinderii (deficit sau excedent) fără nici o legătură cu alte creanțe sau alte operațiuni. Astfel de credite pe termen scurt se acordă în cazul deficitului de trezorerie, fără alte garanții deosebite, în vederea acoperirii plăților curente. Singura preocupare a băncii, în afara cunoașterii bonității debitorului, este de a se convinge asupra solvabilității pe termen scurt a acestuia.

Creditele generale prezintă pentru bancă un risc relativ important căci adesea ele sunt legate de activitatea curentă a întreprinzătorului și nu sunt garantate cu active certe. Ca urmare a riscului comercial inerent oricărui întreprinzător, spre exemplu, în caz de nevânzare a mărfurilor, banca însăși trebuie să analizeze, în momentul acordării creditului, situația economică a debitorului spre a se asigura de lichiditatea acestuia și deci de posibilitățile sale de rambursare a creditului.

Creditele de trezorerie sunt de mai multe feluri. După obiectul lor ele se pot împărți în: credite pentru facilități de casă, credite sezoniere, credite de legătură, credite pe termen foarte scurt, credite pentru mobilizarea efectelor financiare. Întreprinderea trebuie să aleagă, în funcție de condițiile concrete, de avantajele sau inconvenientele specifice fiecărui credit, de facilitățile de acces, de suplețea lor, adică de posibilitatea adaptării la volumul și durata trebuințelor de lichidități ale întreprinderii, dar și în funcție de costul lor.

8.7.1.1. Credite pentru facilități de casă

Astfel de credite se acordă regulat pentru plăți de salarii, furnizori, pe un termen variind de la câteva zile, la câteva săptămâni, cel mult până la o lună. Garanția acestor credite o reprezintă încasările generale prevăzute pentru viitorul apropiat pe baza cărora debitorul va putea efectua rambursarea.

8.7.1.2. Credite sezoniere

Astfel de credite pot fi acordate nu numai întreprinderilor agricole, ci și altor întreprinderi care lucrează sezonier și înregistrează decalaj în timp între încasări și cheltuieli. Decalajul se poate produce când veniturile sunt sezoniere dar cheltuielile au caracter de regularitate sau invers, când veniturile sunt regulate, dar cheltuielile au oscilații mari sezoniere.

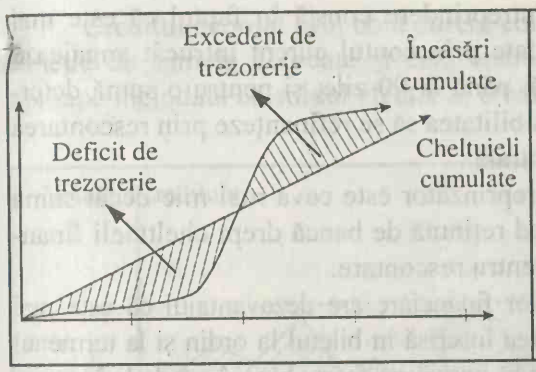


Fig. nr. 8
Cheltuieli regulate și venituri sezoniere

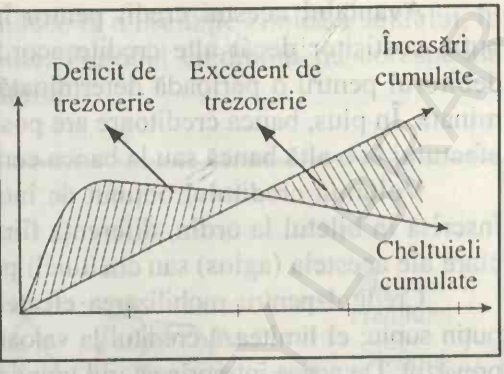


Fig. nr. 9
Venituri regulate și cheltuieli sezoniere

Întreprinderile înregistrează deficite de trezorerie temporare ca urmare a caracterului ciclic al activității, dar care se acoperă normal în sezoanele următoare. De fiecare dată obiectul creditului și durata sunt determinate.

8.7.1.3. Credite de legătură

Denumite și credite de sudură sau credite legate de o anumită operațiune financiară, ele apar în situația când întreprinderea resimte necesități de fonduri cu caracter permanent (spre exemplu, pentru investiții). Până la obținerea unui credit pe termen lung sau până la realizarea unui împrumut obligatar sau a unei creșteri de capital prin emiteri de acțiuni societatea comercială poate primi credit pe termen scurt, pentru a efectua primele cheltuieli. Aceste credite sunt legate deci de o anumită operațiune financiară, de o apropiată intrare de capital propriu sau obținerea unui împrumut obligatar. Prin urmare, creditele de legătură servesc până la obținerea capitalului permanent care finanțează nevoi permanente.

8.7.1.4. Credite pentru mobilizarea efectelor financiare

Este cazul unui credit frecvent utilizat, care nu comportă garanții deosebite, fiind un credit general. Întreprinzătorul emite un bilet la ordin în favoarea băncii, îl depune la bancă (îl mobilizează), primește în schimb un credit într-un volum și pe un termen specificate în biletul la ordin. În acest caz biletul la ordin este un efect financiar și nu unul comercial, întrucât este emis pentru obținerea unui împrumut și nu reprezintă o tranzacție comercială.

Avantajul acestui credit pentru întreprindere constă în faptul că este mai puțin costisitor decât alte credite acordate prin contul curent întrucât angajează debitorul pentru o perioadă determinată, până la 90 zile, și pentru o sumă determinată. În plus, banca creditoare are posibilitatea să se refinanțeze prin rescontarea efectului la o altă bancă sau la banca centrală.

Volumul creditului obținut de întreprinzător este ceva mai mic decât suma înscrisă în biletul la ordin, diferența fiind reținută de bancă drept cheltuieli financiare ale acesteia (agios) sau cheltuieli pentru rescontare.

Creditul pentru mobilizarea efectelor financiare are dezavantajul că este mai puțin suplu; el limitează creditul la valoarea înscrisă în biletul la ordin și la termenul prevăzut. De aceea întreprinzătorul trebuie să aprecieze foarte bine, încă de la început, limitele valorice și de timp ale biletului la ordin, ca să nu înregistreze credite inutile și nici să nu resimtă insuficiență de fonduri. Dacă întreprinderea nu rambursează la timp creditul primit, se expune rigorilor dreptului cambial.

8.7.1.5. Credite pe termen foarte scurt (spot)

Specific acestui tip de credit este faptul că se acordă de la o zi la alta, marilor întreprinderi, din disponibilitățile zilnice de numerar ale băncii care, în loc să fie plasate pe piața monetară, sunt folosite pentru acordări de împrumuturi, pe termen de la o zi la câteva zile, determinat anticipat.

Creditul spot nu presupune o aprobare scrisă sau orală a băncii și nici stabilirea prealabilă a unui plafon. Se folosește în cazuri când, în mod accidental, contul de disponibilități al întreprinderii devine creditor. De aceea, astfel de credite se acordă numai clienților bancari foarte buni, cu bonitate cunoscută și recunoscută.

Toate creditele prezentate mai sus se acordă prin intermediul contului curent, care poate fi cont curent simplu și scont în contul curent.

a) **Contul curent simplu** se mai numește și avans în contul curent și se caracterizează prin următoarele: întreprinderii i se deschide o linie de credit până la concurența unui anumit plafon (limită) și pe o durată determinată; plafonul se stabilește verbal și poate fi modificat de bancă, dacă consideră oportun, existând posibilitatea de a-l pune în dificultate pe clientul său; dacă clientul dorește o confirmare scrisă a plafonului aprobat, se poate obține contra unui comision de confirmare; dacă nu există confirmarea scrisă și banca dorește micșorarea plafonului, ea trebuie să anunțe din timp pe clientul său pentru a nu-l pune în situația delicată de încetare a plăților.

Pentru creditele prin cont curent nu se stabilesc scadențe calendaristice certe de rambursare. Creditarea se caracterizează prin simplitate și suplețe. Însă aceste avantaje oferite debitorilor sunt costisitoare, în sensul că dobânda este mai ridicată decât la creditele garantate cu anumite active.

Creditul acordat prin cont curent conduce la o oscilație zilnică a soldului, în funcție de sumele acordate și cele restituite. Plafonul creditului nu corespunde aproape niciodată cu soldul efectiv al creditului.

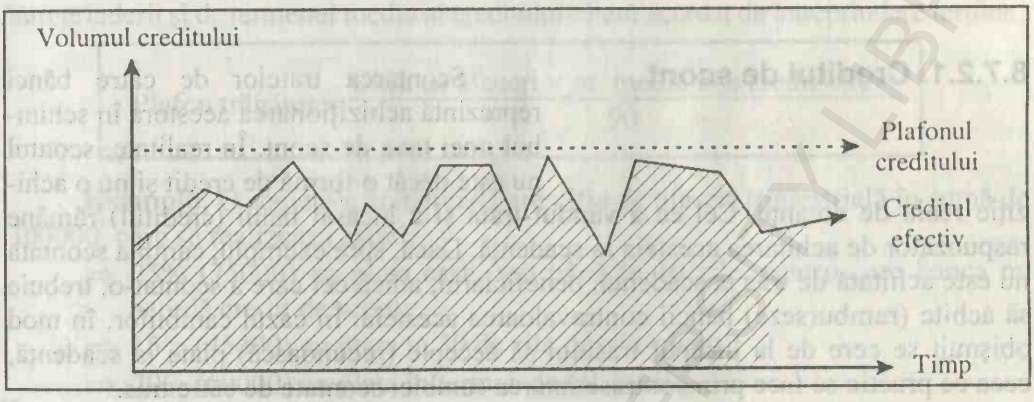


Fig. nr. 10
Variația frecventă a soldului creditelor acordate prin contul curent

b) **Scontul în cont curent** este o variantă a creditului prin cont curent simplu, care se caracterizează prin faptul că plafonul aprobat se garantează de întreprindere prin depunerea la bancă, **în păstrare**, a portofoliului de efecte comerciale de care dispune. Depunerea în păstrare nu reprezintă și nu trebuie confundată cu scontarea; efectele reprezintă doar o garanție dată băncii, iar creditul este un fel de avans dat întreprinderii în contul acestor efecte.

Ca urmare a existenței garanției banca reduce nivelul dobânzii la aceste credite comparativ cu acelea acordate prin cont curent simplu. Pentru perioada depusă în păstrare efectele nu mai pot fi scontate de întreprindere, ceea ce este un dezavantaj. În schimb, pentru partea acoperită de astfel de efecte depuse în păstrare banca nu mai percepe comision de confirmare a plafonului.

8.7.2. Credite de mobilizare

A mobiliza o creanță înseamnă a o transforma în bani înainte de scadență prin intermediul unei bănci. Este vorba deci de a transforma creanțe la termen în lichidități la vedere. Creditele de mobilizare, denumite și credite legate de anumite active, sunt garantate de către întreprindere cu active financiare și în primul rând prin trate (cambii).

Creditele de mobilizare pot fi: credite de scont, credite pentru mobilizarea creanțelor comerciale, credite pentru mobilizarea creanțelor asupra clienților externi, vânzarea creanțelor către instituții specializate, credite pe stocuri, cesiunea sau amanetarea de creanțe.

8.7.2.1. Creditul de scont

Scontarea tratelor de către bănci reprezintă achiziționarea acestora în schimbul unei taxe de scont. În realitate, scontul nu este decât o formă de credit și nu o achiziție reală de creanțe. Cel ce a vândut trata și a încasat banii (creditul) rămâne răspunzător de achitarea acesteia la scadență. Dacă, spre exemplu, cambia scontată nu este achitată de tras la scadență, beneficiarul, adică cel care a scontat-o, trebuie să achite (ramburseze) băncii contravaloarea acesteia. În cazul cambiilor, în mod obișnuit se cere de la început trasului să accepte (recunoască) plata la scadență, ceea ce practic se face prin contrasemnarea cambiei scontate de către tras.

Spre deosebire de creditele generale, creditul de scont este rambursat ca urmare a derulării unei anumite operațiuni comerciale din care banca își asigură recuperarea creditului. Pentru întreprinzători scontul complică, într-o anumită măsură, gestiunea creditelor comerciale; eventualele modificări aduse unei trate scontate dar neajunse la scadență necesită localizarea lor în circuitul bancar, ceea ce uneori este dificil de făcut; de multe ori întreprinzătorul care a scontat trata este avizat cu întârziere de neplata la timp a tratei scontate, punându-l în situația unui fapt împlinit, de a fi acceptat între timp și alte livrări pe credit către trasul rău platnic.

Practic, prin scontare se înțelege transmiterea către o bancă a unui efect comercial, prin andosare (gir). Andosarea este operațiunea prin care se efectuează transmiterea încasării unui efect comercial prin înscrierea pe verso-ul documentului a formulei girului: "plătiți la ordinul X" după care semnează transmițătorul. Andosarea (formula de andosare) facilitează circulația cambiilor și, totodată, întărește siguranța încasării ei la scadență. Toți cei ce andosează rămân solidar răspunzători pentru plata cambiei la scadență, împreună cu trasul.

Desfășurarea operațiunii de scontare are loc în felul următor: întreprinderea depune la bancă trata care reprezintă creanța pe care vrea s-o mobilizeze; a doua zi ea primește un credit în cont, la nivelul valorii tratei minus agios (cheltuieli privind taxa scontului, comisioane de andosare, de mișcare etc. ocazionate de încasarea efectului); banca încasează creanța când ajunge la scadență.

Efectele scontate nu mai apar în bilanțul întreprinderii la activ, ca efect de încasat, ci vor figura, până la scadență, în categoria angajamente în afara bilanțului.

Procedura de scont are drept suport efecte comerciale: cambii și bilete la ordin, utilizate ca mijloc de plată. Este un credit pe termen scurt ce trebuie rambursat băncii la scadența efectului scontat:

⇒ de tras, în cazul cambiei;
⇒ de către emitent, în cazul biletului la ordin.

Posibilitățile de scontare sunt limitate în sensul că efectele sunt acceptate la scontare numai dacă scadența lor este până la 3 luni și dacă se încadrează în plafonul de scont care se mai numește plafon-trăgător sau autorizație globală de scont. Suma maximă a acestui plafon se stabilește în funcție de volumul cifrei de afaceri a întreprinderii și de termenul mediu al creditului-client acordat de întreprindere terților.

$$\text{Plafon trăgător} = \frac{\text{Cifra de afaceri} \times \text{nr. mediu zile credit-client}}{90}$$

Exemplu. O societate comercială are cifra de afaceri trimestrială în sumă de 300000, care se realizează astfel:

⇒ 25% (75000) cu plata cash, sau până în 10 zile, pentru care banca nu acordă credit de scont;

⇒ 15% (45000) cu plata în 30 de zile (credit-client);

⇒ 20% (60000) cu plata în termen de 60 de zile;

⇒ 40% (120000) cu plata în termen de 90 de zile.

Având în vedere situația de mai sus, banca stabilește numărul mediu de zile de credit, în felul următor:

⇒ pentru cifra de afaceri plătibilă în 30 de zile: $\frac{15 \times 30}{100} = 4{,}5$ zile de credit ≈ 4 zile;

⇒ pentru cifra de afaceri plătibilă în 60 de zile: $\frac{20 \times 60}{100} = 12$ zile;

⇒ pentru cifra de afaceri plătibilă în 90 de zile: $\frac{40 \times 90}{100} = 36$ zile

52 zile de credit

$$\text{Autorizația globală de scont} = \frac{300000 \times 52}{90} = \boxed{173333}$$

Plafonul poate fi depășit, cu aprobarea băncii, când întreprinderea are nevoi reale. În schimb, banca nu este obligată să accepte la scont toate efectele prezentate, chiar dacă se încadrează în plafonul aprobat. Efectele insuficient de sigure pot fi refuzate la scontare.

Cheltuielile de scontare, respectiv costurile operațiunii de scontare, se compun din dobânzi plus comisioane, ceea ce în ansamblu formează **taxa scontului.**

Suma scontului (S) se stabilește în funcție de valoarea tratei (V), taxa scontului (Tx) și timpul din momentul prezentării și până la scadență (T)

$$S = \frac{V \times T_x \times T}{100 \times 360}$$

Creditul de scont are avantajul că este cel mai puțin scump, dat fiind că banca este protejată împotriva riscului de neplată prin dreptul cambial; de asemenea, linia de scont se obține relativ ușor, iar întreprinderea este desărcinată de grija recuperării creanțelor scontate deși până la scadență ea rămâne girant.

Drept inconveniente ale creditului de scont am putea aminti o oarecare lipsă de suplețe, în sensul că întreprinderea nu dispune totdeauna de un portofoliu de efecte care să coincidă cu apariția necesarului de lichidități. Nu există o corelație între volumul efectelor disponibile de scontat și necesarul de lichidități, nici în timp, nici valoric. Spre exemplu, este dezavantajos pentru întreprindere să sconteze o cambie de 100000 cu scadența peste trei luni, dacă resimte necesar de lichidități de 50000 pe timp de 1 lună.

8.7.2.2. Creditul pentru mobilizarea creanțelor comerciale

Societatea comercială are posibilitatea să sconteze nu numai creanțe individuale, ci să grupeze mai multe la un loc, după criteriul timpului în care au fost emise, urmând să tragă pentru ele un singur bilet la ordin în vederea prezentării lui la scontare. Cu alte cuvinte, în biletul la ordin prezentat la bancă figurează, cumulativ, datele din mai multe facturi (se preia dreptul de creanță din mai multe livrări) pentru care furnizorul emisese tot atâtea trate. El păstrează dreptul de proprietate asupra creanțelor respective, asigurându-și prin credit, imediat, acoperirea financiară necesară.

Creditul pentru mobilizarea creanțelor comerciale are rolul de a atenua carențele creditului de scont, unde fiecare efect face obiectul unor operațiuni independente, ceea ce prezintă greutăți mai ales în cazul întreprinderilor cu multe trate, cu termene de plată și sume mai greu de recuperat.

Sub aspect tehnic, este un credit de mobilizare întrucât întreprinderea, prin scontare, transformă niște drepturi de creanță în lichidități primare, biletul la ordin fiind "mobilizat" la bancă. Biletul la ordin regrupează creanțele emise într-o perioadă de 10-15 zile, cu scadențe individuale în jurul a 10 zile. Datele scadențelor se selectează astfel încât să fie ordonate pe biletul la ordin din 10 în 10 zile. Termenul minim de rambursare a creditelor este de 10 zile și nu poate depăși 90 de zile.

Acest tip de credit se folosește în relațiile băncii cu clienții buni, întrucât presupune un risc mai mare decât în cazul creditului de scont. Dacă în cazul scontului tratele acceptate formează garanția băncii, în cazul creditului pentru mobilizarea creanțelor comerciale tratele rămân în proprietatea clientului bancar (furnizorului), ceea ce ușurează gestionarea de către acesta a creanțelor asupra terților.

8.7.2.3. Creditul pentru mobilizarea creanțelor asupra clienților din străinătate

Creanțele asupra clienților străini nu pot participa la procedura pentru mobilizarea creanțelor comerciale și oferă, pentru bănci, o garanție mai slabă în cadrul scontării, atunci când termenele de plată pentru exporturile făcute sunt lungi.

Pentru a favoriza exportul, banca centrală folosește o procedură de mobilizare a creanțelor asupra partenerilor străini, stimulând băncile comerciale s-o utilizeze, prin faptul că este de acord să resconteze creanțele în condiții relativ avantajoase pentru bănci.

Operațiunea se desfășoară astfel: pentru mărfurile exportate furnizorul emite un bilet la ordin pe care-l scontează la banca sa comercială, obținând în schimb un credit, la valoarea mărfurilor exportate, din care poate să-și achite alți parteneri; la rândul său, banca comercială folosește biletul la ordin pentru a se refinanța de la banca centrală, prin rescont.

Modalitățile de mobilizare a creanțelor asupra partenerilor străini, prin scontarea efectelor la banca comercială, variază în funcție de durata creditului. Spre deosebire de creditul de scont, acest fel de credit se poate acorda și pe o perioadă mai mare de 3 luni, mergând până la 18 luni, transformându-se într-un credit pe termen mijlociu. Costul acestui credit este avantajos, stimulând exportatorii în desfășurarea activității lor economice, întrucât li se oferă posibilitatea de a intra rapid în posesia contravalorii mărfurilor exportate.

8.7.2.4. Vânzarea creanțelor către societăți specializate

Anumite societăți specializate în operațiuni financiare cumpără creanțele deținute de diverși întreprinzători, preocupându-se în continuare pe cont propriu de recuperarea și reducerea riscului de neplată din partea debitorilor. Întreprinzătorii au avantajul că-și recuperează creanțele prin vânzare, contra unui cost destul de ridicat, în schimbul căruia scapă de risc și obțin lichidități imediate. De aceea, operațiunea nu reprezintă un credit propriu-zis, ci o vânzare-cumpărare de creanțe cu riscurile corespunzătoare. În țările unde se folosește, operațiunea se numește „factoring" sau „l'affacturage".

Societățile de factoring sunt pregătite temeinic pentru a face presiuni asupra debitorilor în vederea asigurării plății la scadență. În același timp, societățile respective selecționează creanțele, acceptând să cumpere numai pe acelea care prezintă un risc mai mic și care au perspectivă de a fi achitate.

Operațiunea de factoring reprezintă, așadar, un transfer de risc de neplată, contra unei dobânzi cedate de vânzător în schimbul obținerii de lichidități imediate. Avantajele pentru întreprinderea care vinde efectele către societatea

specializată constau, pe de o parte, în recuperarea lichidităților și transferul de risc, iar, pe de altă parte, în simplificarea gestionării contului clienți.

8.7.2.5. Creditul pe stocuri (warrants)

Acestea sunt credite pe termen scurt, garantate cu anumite stocuri de mărfuri. Întreprinderea care dorește să obțină credite depune stocurile gajate în anumite depozite generale sau antrepozite, gestionate de societăți private de sine stătătoare, pentru care i se eliberează o „recipisă warrant" care este, de fapt, un titlu de credit, reprezentând, totodată, un titlu de proprietate asupra stocurilor respective. Acest efect comercial se scontează la banca comercială, obținând un credit pe termen scurt. Băncile comerciale au posibilitatea, ulterior, să rescontеze warrantul la banca centrală sau la o bancă mai puternică, pentru refinanțare.

Există cazuri în care warrantul poate fi utilizat fără ca stocurile să fie plasate în depozite generale sau antrepozite, ci să rămână în custodia întreprinderii, dar care se angajează să nu le vândă pe durata creditului. Este cazul unor stocuri de produse petroliere sau agricole care ar fi greu depozitabile în alte locuri sau ar presupune cheltuieli mari de transport-depozitare.

8.7.3. Credite de prefinanțare

Creditele de prefinanțare sunt specifice anumitor operațiuni cum sunt: finanțarea lucrărilor publice; facilitarea exporturilor, respectiv acoperirea cheltuielilor efectuate de exportator până la încasarea contravalorii de la partenerul străin; obligațiuni pe cauțiune.

8.7.3.1. Creditul de finanțare a lucrărilor publice

Pentru a acoperi temporar necesitățile de plăți ale întreprinzătorilor care livrează mărfuri sau efectuează servicii și lucrări către stat, anumite instituții financiare își propun să finanțeze (crediteze) cheltuielile aferente, până în momentul încasării contravalorii lor de la buget. Este vorba deci de o prefinanțare a întreprinzătorilor care au relații oneroase avantajoase cu statul, însă plățile au un caracter lent.

Întreprinderile care se prefinanțează de la instituțiile financiare înaintează cereri de credite și se stabilesc plafoane de credite până la concurența a 75%-100% din valoarea lucrărilor. Acordarea efectivă a creditelor se realizează prin simpla prezentare a facturilor.

În acest tip de credite poate interveni și banca comercială la care-și ține contul întreprinzătorul, care poate prelua asupra sa acordarea creditului, dar cu avalul instituției financiare care, în acest caz, preia o parte din risc contra unui comision.

8.7.3.2. Creditul pentru prefinanțarea exporturilor

Prin acest tip de credit se urmărește încurajarea exporturilor ce se fac cu comandă fermă sau fără comandă fermă: credit-cumpărător, credit-furnizor, credit pentru realizarea de prototipuri ce urmează a fi prezentate la târguri și expoziții internaționale, credit pentru prospectarea piețelor străine etc.

8.7.3.3. Obligațiuni pe cauțiune

Astfel de credite pot fi acordate întreprinzătorilor de către administrația fiscală, care joacă rolul de bancher, sub forma amânărilor de la plata obligațiilor fiscale (taxe vamale, taxe pe valoarea adăugată etc.) și care echivalează cu anumite împrumuturi. Practic, astfel de credite se acordă de la bugetul statului, în sensul că puterea publică consimte să amâne preluarea unor venituri legale. Amânările se pot efectua pe un termen ce variază între 2-4 luni, dar pentru aceasta este necesară cauțiunea unei bănci.

Deschiderea de credit depinde, așadar, de acceptul băncii de a da garanția sa (cauțiunea) contra unui comision, de documentația care motivează necesitatea amânării, precum și de depunerea bilanțului la administrația financiară din care să rezulte solvabilitatea generală a întreprinderii.

8.8. Selectarea creditelor pe termen scurt

Singura informare completă pe care o capătă întreprinderea de la bancă se referă la costul creditului. În rest, alegerea unuia sau altuia dintre credite rămâne o decizie strictă a întreprinderii. Or, alegerea unui anumit tip de credit pe termen scurt nu este o operațiune tocmai ușoară, ca urmare a multitudinii creditelor, cu trăsături caracteristice diferite și ca urmare a imposibilității pentru toate întreprinderile de a se informa complet asupra politicii de credite practicate de bănci.

În aceste condiții există câteva criterii pentru alegerea tipului de credit cel mai convenabil, și anume: facilitățile de acces, suplețea creditului și costul acestuia.

a) **Criteriul facilităților de acces.** Nu toate creditele se obțin la fel de ușor. Spre exemplu, creditele de mobilizare și îndeosebi creditul de scont se obțin cel

mai ușor, cel mai repede, căci comportă riscuri reduse pentru bancă; în opoziție, creditul în cont curent nu se deschide decât după un studiu atent al situației de trezorerie a debitorului, iar după aprobare necesită o supraveghere bancară continuă. Întreprinderea va alege un tip de credit în funcție de urgența lichidităților de care are nevoie.

b) **Criteriul supleței** reflectă facultatea creditului de a se adapta sumei și duratei trebuințelor de lichidități ale întreprinderii. Spre exemplu, creditul în cont curent este cel mai suplu întrucât întreprinderea îl utilizează în orice cuantum (în cadrul unei limite) și se rambursează din inițiativa întreprinderii atunci când necesarul de lichidități suplimentare încetează. În opoziție cu acesta , creditele de mobilizare sunt mai puțin suple, întrucât volumul lor depinde de existența portofoliului de creanțe, de termenele pentru care ele devin scadente și nu de nevoile momentane de lichidități ale întreprinderii.

c) **Criteriul costului** unui credit este deosebit de important deși nu poate fi interpretat drept criteriu absolut. Există cazuri când se acceptă un cost mai ridicat al creditului cu condiția obținerii lui cât mai urgentă. Se poate stabili o corelație între costul creditului și suplețea sa: cu cât crește suplețea, are loc și o creștere a costului - și invers. Spre exemplu, creditul în cont curent este cel mai suplu, dar dobânda și comisioanele de confirmare și mișcare pot să-l facă cel mai scump. Fiecare întreprindere trebuie să găsească varianta optimă de credit **în funcție de restricțiile** pe care le presupune fiecare credit, de **relațiile statornicite** între întreprindere și bancă, de **negocierea** cu banca a condițiilor de acordare și rambursare, precum și de **garanțiile** de care dispune întreprinderea. **Restricțiile** se referă la trăsăturile caracteristice fiecărui tip de credit, care pot să convină întreprinderii sau să nu le poată îndeplini, caz în care creditul este irealizabil. Spre exemplu, la creditul de scont este necesar ca tratele să fie acceptate de către tras pentru a fi prezentate la scontare; de asemenea, volumul creditelor este condiționat, în cazul scontului, de valoarea vânzărilor pentru care au fost emise trate, precum și de autorizația globală de scont.

Relațiile cu banca. Calitatea relațiilor cu banca, rezultată din colaborarea anterioară, creează pentru întreprinderi posibilitatea negocierii unor condiții mai bune sau mai proaste de creditare. Cunoscând bine întreprinderea, banca poate aprecia riscul la care se expune - risc de imobilizare sau risc de nerambursare - și, în consecință, să impună costul și termenele de rambursare **ale creditului.**

Negocierea condițiilor de creditare, respectiv a plafonului și ratei dobânzii este o practică generalizată. Obținerea unor condiții mai avantajoase în cursul negocierii depinde de situația generală a întreprinderii și de volumul afacerilor încheiate cu banca. Din acest punct de vedere marile întreprinderi beneficiază de condiții mai bune față de micii întreprinzători.

Garanții. Pentru creditele primite întreprinderile pot oferi garanții reale (stocuri diverse) sau personale (angajamente semnate, aval, acceptare, cauțiune). O bună garanție protejează banca împotriva riscului de imobilizare dar mai ales a riscului de nerambursare, care poate fi mult mai grav. În practica financiară este dovedit faptul că o cunoaștere bună a întreprinderii de către bancă, a potențialului său uman constituie cea mai bună garanție împotriva riscurilor diverse.

8.9. Costul creditului pe termen scurt

Partea principală care marchează costul creditelor pe termen scurt o formează **dobânda**, care este prețul capitalului de împrumut, respectiv partea din profit ce se cedează de întreprinzător băncii pentru folosirea creditului în calitate de capital.

Nivelul dobânzii diferă în funcție de conjunctura economică, de cererea și oferta de capitaluri de împrumut. Taxa scontului ca dobândă percepută de bănci cu prilejul mobilizării efectelor comerciale reprezintă baza pentru care se eliberează cea mai mare parte a creditelor pe termen scurt, având rolul hotărâtor pentru nivelul dobânzilor practicat de bănci. La rândul său, taxa scontului (Tx) depinde de taxa oficială a scontului (TOS) care nu este altceva decât dobânda percepută de banca centrală cu prilejul operațiunilor de rescont. TOS poate fi considerată dobânda minimă pentru operațiuni de scont și în acest fel determină nivelul general al dobânzilor la creditele pe termen scurt.

Luând drept punct de plecare taxa scontului, băncile adaugă o cotă reprezentând propriile cheltuieli administrative și beneficiul propriu, formând astfel rata dobânzii la care oferă credite pe termen scurt clienților lor. Majorarea sau diminuarea taxei scontului provoacă creșteri sau reduceri ale ratei dobânzilor practicate pe piață, respectiv scumpirea sau ieftinirea creditelor, ceea ce în ultimă instanță poate conduce la creșterea sau recesiunea economică.

8.9.1. Factorii care influențează nivelul dobânzii

Costul creditului pe termen scurt nu se limitează la rata dobânzii, deși aceasta reprezintă elementul principal, ci trebuie luate în considerație și diverse comisioane și taxe percepute de bănci în funcție de risc, de calitatea garanțiilor oferite de debitori, de bonitatea acestora, precum și de posibilitățile de refinanțare ale băncilor.

8.9.1.1. Rata dobânzii practicată pe piața monetară

Factorul determinat al nivelului dobânzilor la creditele pe termen scurt este rata dobânzii pe piața monetară. Piața monetară este o piață între bănci și alte instituții financiare, în care băncile găsesc zilnic banii de care au nevoie pentru acordarea de credite pe termen scurt. Banca centrală intervine rareori pe această piață primind sau acordând credite. Băncile comerciale pot acorda credite sau se pot împrumuta cu fonduri pe diferite termene (zile, săptămâni, luni) constituind garanții în efecte financiare pe care le pun în gaj, sau mobilizează creditele de la banca centrală.

Nivelul dobânzii pe piața monetară este un cost marginal de finanțare, denumit și cost de oportunitate a creditelor pe termen scurt. Acest nivel al dobânzii se stabilește în funcție de cererea și oferta de bani, care fluctuează zilnic, constituind, de fapt, o rată a dobânzii de echilibru.

Variațiile zilnice, uneori importante, ale ratei dobânzii pe piața monetară ar presupune revizuiri zilnice ale dobânzilor percepute de la clienții bancari, ceea ce nu se întâmplă practic. Băncile utilizează așa-numita rată de bază a dobânzii bancare al cărei nivel, apreciat pe un termen mai îndelungat, se înscrie paralel cu rata dobânzii pe piața monetară, fără a se identifica cu aceasta și care se revizuiește periodic în funcție de evoluția și tendințele ratei pe piața monetară, după deliberarea între bănci.

8.9.1.2. Riscul bancar și calitatea garanțiilor

În general, băncile consideră că riscul financiar depinde de mărimea întreprinderii debitoare. Cu cât o întreprindere are o cifră de afaceri mai mare, riscul este mai mic la creditele pe termen scurt și invers. De aceea, băncile clasifică întreprinderile după mărimea cifrei de afaceri, clasificare ce diferă de la o bancă la alta, ultima categorie constituind-o debitorii ocazionali, la care băncile aplică cota cea mai mare de risc. În limbaj bancar, această cotă de risc se numește majorarea dreptului comun.

Pentru stabilirea cotei de risc intervine și cunoașterea întreprinderii de către bănci din relațiile anterioare, estimarea riscului depinzând de aprecierile proprii ale băncii, ceea ce face ca întreprinderile să beneficieze de condiții mai mult sau mai puțin favorabile, în raport cu cota normală de risc aplicată întreprinderilor din categoria respectivă de mărime (după cifra de afaceri). De asemenea, cota de risc depinde și de calitatea garanțiilor oferite de debitori: efecte comerciale acceptate sau neacceptate, garanții personale ale acționarilor sau conducătorilor întreprinderii etc.

8.9.1.3. Posibilitățile de refinanțare ale băncilor

Băncile preferă să acorde credite pe termen scurt care le oferă posibilități de refinanțare, adică de mobilizare de la banca centrală sau alte instituții financiare, prin rescont.

Creditele deschise în contul curent nu oferă posibilități de refinanțare, pe când creditele de scont, creditele pe stocuri (warrant) și creditele pentru mobilizarea efectelor financiare (cu acordul băncii centrale) pot să fie mobilizate pe piața monetară, justificând un risc egal creditului pe termen foarte scurt, adică un cost

mai scăzut pentru debitori. De regulă, efectele comerciale cu durate mai mari de 90 zile nu sunt mobilizabile, ceea ce implică o creştere a cotei de risc.

Rata dobânzii stabilită în maniera expusă mai sus nu este decât indicativă, adică reprezintă rata minimă aplicată pe categorii de debitori (după cifra de afaceri) şi este rezervată, de obicei, pentru cei mai buni clienți ai băncii, urmând să se negocieze între bancă şi debitori.

8.10. Costul total al creditului pe termen scurt

Costul total al creditului presupune adăugarea la rata negociată a dobânzii a unor comisioane bancare şi extinderea timpului de calculare a sumei dobânzii cu aşa-numitele zile de bancă sau zile-valoare.

Comisioanele bancare pot fi legate de natura creditului însuşi sau de diverse servicii făcute de bancă debitorilor. Astfel, pot fi cerute comisioane pentru confirmarea scrisă a creditului deschis în contul curent; comisioane de mişcare sau de cont curent care se aplică pentru fiecare operațiune făcută în cont curent, fie că este vorba de viramente între conturile deschide la aceeaşi bancă, fie de decontări cu terți; comisioane de andosare (garantare) de către bancă a efectelor în cazul rescontării; comision pentru soldul cel mai mare al lunii care urmăreşte să cointereseze întreprinderea să nu folosească la maximum plafonul aprobat la contul curent, adică să nu solicite excesiv trezoreria bancară.

În ultimă instanță, costul total al creditului pe termen scurt se majorează şi cu un anumit număr de zile în plus față de termenul creditului, numite zile-valoare pentru care banca calculează remunerația sa. Practicarea acestor zile-valoare, negociate în prealabil între bancă şi debitori şi care pot fi de la o zi până la cinci zile sau mai multe, se explică drept urmare a unor rațiuni de ordin tehnic-bancar. Este vorba de diferența în timp, spre exemplu, între depunerea la bancă a unui cec reprezentând rambursări de credite şi încasarea efectivă a cecului de către banca debitorului, de la banca trasului. La fel se întâmplă cu depunerile de numerar la bancă (rambursări de credite), care se înregistrează în cont în seara zilei de operațiuni, dar care devine disponibil pentru bancă abia în ziua următoare. Clienții bancari trebuie să negocieze cu banca numărul de zile-valoare, altfel se va stabili la aprecierea exclusivă a acesteia, ceea ce poate conduce la stabilirea unui număr mai mare de zile-valoare şi deci la un cost mai ridicat al creditelor.

Zilele-valoare corespund datelor de operare în conturi bancare şi nu coincid cu cele înregistrate simetric în contabilitatea întreprinderilor. Perioada de calculare a dobânzilor este mai mare decât durata de folosire efectivă a creditelor de către întreprinderi, ceea ce înseamnă că suma totală a dobânzilor percepute corespunde unei rate efective de dobândă, superioară celei negociate.

Exemplu. Un credit în cont curent cu dobânda de 14%, pe 15 zile (10-24 sept.). În conformitate cu uzanțele bancare, banca înregistrează creditul pe 9 septembrie la acordare și pe 25 septembrie la închidere, deci perioada de calculare a dobânzilor este de 17 zile.

⇒ Costul aparent (nominal) al creditului este de 14%;

⇒ Costul real al creditului este de: $14 \times \frac{17}{15} = ...$ 15,86%.

Incidența comisioanelor și zilelor-valoare asupra costului total al creditului pe termen scurt poate face creditul mult mai costisitor decât dacă s-ar avea în vedere exclusiv rata dobânzii.

Exemplu: S.A. "X" trage o cambie asupra unui client, în sumă de 80000; beneficiarul o scontează la bancă pe un termen de 90 zile.

Banca aplică următoarele costuri:

⇒ 10,50% rata de bază a dobânzii bancare;

⇒ 0,70% comision de securitate, în funcție de mărimea întreprinderii;

⇒ 0,20% comision de mișcare;

⇒ 0,80% comision de andosare;

⇒ 0,50% comision specific băncii respective.

Din necesități de analiză beneficiarul cambiei scontate dorește să cunoască:

a) Taxa nominală a scontului (tx) = 10,5 +0,7 + 0,2 + 0,8 + 0,5 = **12,70 %;**

b) Scontul comercial (Sc) = $\frac{80000 \times 12,7 \times 90}{100 \times 360} = 2540$;

c) Valoarea actuală a cambiei în momentul scontării

(Va) = 80000 - 2540 = 77460;

d) Rata de revenire a scontului (Txr) = $\frac{2540}{77460} \times \frac{360}{90}$ = **13,11%**

e) Taxa efectivă a scontului (Txe), care se obține plecând de la rata de revenire la care se adaugă incidența factorului zile-valoare.

⇒ Cambia se depune la scontare la 1. IV, scadența fiind 30.VI;

⇒ În realitate S.A. „X" primește creditul (77460) pe data de 3.IV, cu 2 zile întârziere;

⇒ Rambursarea se face pe 30.VI, dar în contul bancar operația are loc pe 4.VII, cu 4 zile întârziere.

În aceste condiții, întreprinderea dispune efectiv de credit 88 zile, dar plătește dobânda pe 94 zile, ceea ce înseamnă un număr de 6 zile-valoare.

Taxa efectivă a scontului (Txe) = $\frac{80000 \times 13,11 \times 96}{100 \times 360} \times \frac{360}{77 \times 460} \times \frac{360}{90}$ = **13,53%**

8.10.1. Determinarea sumei dobânzii

În general, cuantumul dobânzii de bază plătite de beneficiarii de credite este direct proporțional cu volumul creditului, durata de folosire și rata dobânzii:

$$\Delta D = \frac{C \times D \times T}{100 \times 360}$$

în care:

ΔD = suma dobânzii;
C = volumul creditelor;
D = rata dobânzii;
T = timpul de utilizare a creditului.

În condițiile unui anumit nivel al dobânzii, suma acesteia crește proporțional cu volumul creditelor și cu durata de folosire a acestora, astfel încât agenții economici sunt cointeresați să folosească un volum cât mai redus de credite și pe perioade cât mai scurte posibil, imprimând o viteză de rotație accelerată activelor circulante.

La creditele pe termen scurt se folosește calculul **dobânzii simple,** ceea ce înseamnă că suma dobânzii nu se adaugă la capital pentru a aduce ea însăși dobândă.

Pentru anumite contracte de credit pe termen scurt se aplică **dobânda post-calculată,** adică suma ei se varsă, împreună cu rambursarea creditului, la sfârșitul anului sau sfârșitul contractului. Suma totală de vărsat, respectiv principalul plus dobânda (Cf) se determină astfel:

$$C_f = C_0 + \frac{C_0 \times T \times D}{100 \times 360} = C_0\left(1 + \frac{DT}{100 \times 360}\right)$$

$$D = \frac{C_f - C_0}{C_0} \times \frac{T}{100}; \qquad T = \frac{C_f - C_0}{C_0} \times \frac{360}{D}$$

La numeroase categorii de credite pe termen scurt se aplică **dobânda antecalculată**, adică volumul său se determină și se reține de bancă la începutul contractului de credit; reținerea ei, încă de la început, din volumul creditului aprobat face ca debitorul să primească un credit efectiv (Ce) mai mic decât cel aprobat (C).

În aceste condiții, rata efectivă a dobânzii (De) este diferită de rata nominală a dobânzii (D).

$$D_e = \frac{D}{1 - \frac{D \times T}{100 \times 360}}$$

Exemplu: Pentru un credit de 750000, cu D = 7% și T = 180 zile, cu dobândă antecalculată, rata efectivă a dobânzii este de 7,25%.

$$D_e = \frac{7/100}{1-\frac{7\times180}{100\times360}} = \frac{0,07}{1-\frac{0,07\times180}{360}} = 0,0725 = \boxed{7,25\%}$$

sau

$$\Delta D = \frac{750000\times7\times180}{100\times360} = 26250$$

$$C_e = C_o - \Delta D = 750000 - 26250 = 723750$$

$$\Delta D = \frac{C_e \times D_e 180}{100\times360}$$

$$26250 = \frac{723750\times D_e \times 180}{100\times360}; \qquad D_e = \frac{26250\times360}{723750\times180} = 0,0725 = \boxed{7,25\%}$$

8.10.1.1. Calcularea dobânzilor la creditele acordate prin contul curent

Determinarea volumului dobânzilor se realizează periodic, pe baza formulei dobânzii simple, adaptată pentru punerea pe calculator a acestor operațiuni:

$$\boxed{\Delta D = \frac{\sum N}{\text{Divizor fix}}}$$

în care:

ΔD = suma dobânzii la epocă;

N = numere;

Divizorul fix $\left(\frac{100\times360}{D}\right)$

Formula de calcul folosită este dedusă din formula clasică de calculare a dobânzii simple, ceea ce se demonstrează în felul următor:

$$\boxed{\Delta D = \frac{C\,D\,T}{100\times360} = \frac{C\,T}{360}\times\frac{D}{100} = \frac{S\,T}{360}\times\frac{D}{100} = \frac{S\,T}{\frac{36000}{D}} = \frac{\sum N}{\text{Div. fix}}}$$

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

La contul curent sumele produc dobânzi debitoare sau creditoare, după sensul operațiunii, plecând de la o anumită dată numită "dată-valoare" sau zi-valoare, adică ziua în care operațiunea este luată în considerare de către bancă și care, de regulă, este diferită de data operațiunii din contabilitatea întreprinderii. Produsul dintre suma debitată sau creditată și numărul de zile de rămânere nemodificată în sold se numește **număr;** produsul dintre 100 și 360 raportat la rata dobânzii se numește **divizor fix;** termenul până la care se calculează dobânzile (termenul de închidere a contului curent) se numește **epocă.**

Se pot utiliza diverse metode de calculare a dobânzilor la contul curent, cele mai utilizate fiind metoda directă și metoda în scară sau hamburgheză.

Metoda directă. Se calculează numere debitoare și creditoare prin înmulțirea fiecărei sume cu numărul de zile până la epocă; se totalizează numerele debitoare și cele creditoare și se face diferența acestor totaluri obținându-se soldul numerelor care poate fi debitor sau creditor; se raportează soldul numerelor la divizorul fix, obținându-se suma dobânzii cuvenită (debitoare) sau datorată (creditoare); în final se stabilește soldul contului curent la epocă prin corectarea soldului contului, în plus sau minus, cu suma dobânzii.

Metoda directă poate folosi dobânzi reciproce (aceeași rată de dobândă pentru numere debitoare și creditoare) sau dobânzi diferite.

Exemplu. Ne propunem să calculăm suma dobânzii la contul curent, după metoda directă, cu dobânda reciprocă de 6% și cu dobânzi diferite (Debit = 4%, Credit = 6%), epoca fiind 31 XII, pe baza următorului extras de cont.

D	Ct. crt. (epoca: 31.XII)		C
11 X	150000	20 X	35000
18 XI	90000	12 XI	45000
		25 XI	50000
		22 XII	30000
Total Debit	240000	Total Credit	160000

a) **Calcularea numerelor debitoare și creditoare**

150000 x 82 = 12300000	35000 x 73 = 2550000
90000 x 45 = 4050000	45000 x 50 = 2250000
	50000 x 37 = 1850000
	30000 x 10 = 300000
ΣND = 16350000	ΣNC = 6955000

b) **Calcularea dobânzii după metoda directă cu dobândă reciprocă 6%**

⇒ Sold ND = 16 350000 - 6 955000 = 9395000

⇒ Sold Ct. crt. = 240000 - 160000 = 80000 (D)

$$\Rightarrow \Delta D = \frac{\sum N}{\text{Div. fix}} = \frac{9395000}{\frac{100 \times 360}{6}} = \frac{9395000}{6000} = \boxed{1566}$$

$\Rightarrow$ Sold Ct.crt. la epocă = 80000 + 1566 = 81566 (D)

c) **Calcularea dobânzii după metoda directă cu dobândă diferită (debit = 4%, credit = 6%)**

$$\Delta D \text{ pentru numere debitoare} = \frac{16350000}{\frac{100 \times 360}{4}} = \frac{16350000}{9000} = 1817$$

$$\Delta D \text{ pentru numere creditoare} = \frac{6955000}{\frac{100 \times 360}{6}} = \frac{6955000}{6000} = 1159$$

Sold ΔD = 1817 - 1159 = $\boxed{658 \text{ (debit)}}$

Sold Ct. crt. la epocă = 80000 + 658 = 80658 (D)

Metoda hamburgheză (în scară). Operațiunile în extrasul de cont sunt inserate cronologic, indiferent că sunt debitoare sau creditoare, iar zilele de rămânere nemodificată a soldului se calculează de la o operațiune la alta (și nu până la epocă, așa cum se procedează în cazul metodei directe).

Folosind aceleași operațiuni ca în extrasul de cont anterior și aplicând dobânda de 6%, calculul dobânzii după metoda hamburgheză se efectuează în felul următor.

Nr crt.	*Data operațiunii*	*D*	*C*	*S*	*Natura S*	*Zile*	*Numere*
1.	11 X ...	150000	-	150000	D	9	1350000
2.	20 X ...	-	35000	115000	D	23	2645000
3.	12 XI ...	-	45000	70000	D	6	420000
4.	18 XI ...	90000	-	160000	D	7	1120000
5.	25 XI ...	-	50000	110000	D	27	2640000
6.	22 XII ...	-	30000	80000	D	10	800000
						ΣND=	8975000

$$\Rightarrow \Delta D = \frac{8975000}{6000} = 1495{,}83$$

$\Rightarrow$ Sold Ct. crt. la epocă = 80000 + 1 495,83 = 81495,83 (D)

8.10.2. Costul creditului de scont

Scontul reprezintă costul operațiunii de transformare a unei creanțe la termen în lichidități la vedere, prin intermediul băncii. Practic, scontul este o dobândă simplă antecalculată și se poate prezenta ca un scont comercial (Sc) sau ca un scont rațional (Sr).

- **Scontul comercial** este suma dobânzii la creditul de scont, care se reține de bancă în momentul acordării creditului (scontare), prezentatorul primind efectiv valoarea actuală a efectului scontat.

$$Sc = \frac{Vn \times T_x \times T}{100 \times 360}$$

$$Va = Vn\left(1 - \frac{T_x \times T}{100 \times 360}\right)$$

în care:

Sc = scontul comercial
T_x = taxa nominală a scontului
T = nr. de zile de la data prezentării efectului până la scadența acestuia
T_{xe} = taxa efectivă a scontului
Va = valoarea actuală a efectului în momentul prezentării la scontare
Sr = scontul rațional

Exemplu:

Vn = 900000
T = 90 zile
Tx = 11%

$$Sc = \frac{900000 \times 11 \times 90}{100 \times 360} = 19250$$

$$Va = 900000\left(1 - \frac{11 \times 90}{100 \times 360}\right) = 880750$$

sau

$$Va = Vn - Sc = 900000 - 19250 = 880750$$

- **Scontul rațional** reprezintă diferența dintre valoarea efectului în ziua scontării (Va) și valoarea lui la scadență. Este mai puțin oneros decât scontul comercial întrucât se calculează asupra valorii actuale și nu asupra valorii nominale a efectului.

$$Sr = Vn - \frac{Vn}{1 + \frac{T_x \times T}{100 \times 360}}$$

$$Sr = 900000 - \frac{900000}{1 + \frac{11 \times 70}{100 \times 360}} = 18846{,}9$$

sau:

$$\boxed{Sr = V \times \frac{Tx/100 \times T}{360 + (Tx/100) \times T}}$$

$$Sr = 900000 \times \frac{0{,}11 \times 70}{360 + (0{,}11 \times 70)} = 18846{,}9$$

- **Taxa efectivă a scontului** (T_{xe}). Întrucât taxa scontului se aplică la valoarea nominală, dar prezentatorul primeşte creditul doar la nivelul valorii actuale a efectului, rezultă că taxa efectivă a scontului este mai mare decât taxa nominală. (Txe > Tx), deci, creditul este mai scump.

$$\boxed{Txe = \frac{Tx}{1 - \frac{T \times T}{100 \times 360}}}$$

$$Txe = \frac{11}{1 - \frac{11 \times 70}{100 \times 360}} = 11{,}24\%$$

8.11. Plasamente pe termen scurt

Realitatea circuitelor financiare arată că toate unităţile sau aproape toate resimt nevoia de capitaluri pentru investire şi în acelaşi timp multe unităţi au economii de plasat. De multe ori situaţia aceasta este valabilă chiar pentru una şi aceeaşi întreprindere, în acelaşi exerciţiu financiar. Spre exemplu, o întreprindere emite acţiuni pentru creşterea capitalului şi în acelaşi timp achiziţionează acţiuni la o altă întreprindere. Explicaţia constă în faptul că gestionarea eficientă a activelor de care dispune cere imperios efectuarea diverselor plasamente rentabile ale lichidităţilor, în funcţie de scadenţe.

În esenţă, plasamentul de capital presupune luarea unei participaţii la o anumită afacere sau întreprindere. Disponibilităţile de capital existente la agenţii economici nu pot şi nu trebuie să stea nefolosite. Imobilizarea lor în conturi bancare creează, desigur, avantajul lichidităţii în sensul că banii pot fi utilizaţi în orice moment, dar aceasta nu aduce o remuneraţie satisfăcătoare, fapt ce impune ca, de la un anumit volum de disponibilităţi în sus, banii să fie investiţi în operaţiuni cu caracter economic.

Pentru plasarea capitalurilor există mai multe soluţii, fiecare comportând, mai mult sau mai puţin, avantaje şi dezavantaje. Astfel, capitalul plasat în active imobiliare are avantajul siguranţei şi aduce venituri sub formă de chirii, dar are şi

dezavantajul imobilizării banilor pentru o perioadă îndelungată; plasamentele în valori mobiliare prin intermediul bursei prezintă avantaje certe întrucât aduce remunerații sub forma dividendelor, cupoanelor, dobânzilor și în plus se pot vinde relativ ușor, creând lichiditatea necesară, dar această cale de plasare comportă un risc de pierdere, care uneori poate fi substanțial; plasamentele de capital la casele de economii prezintă avantajul siguranței și lichidității, însă remunerația capitalului este, în general, slabă.

8.11.1. Criterii de plasament optim de capital

Rentabilitatea este, desigur, criteriul hotărâtor pentru orice agent economic care dorește să-și plaseze lichiditățile existente la un moment dat. În evaluarea rentabilității trebuie avută în vedere și incidența fiscală, adică remunerația netă după scăderea impozitului pe profit. Urmează, la rând, **criteriul lichidității,** în sensul că plasamentele trebuie să fie ușor lichide, termenul de recuperare a banilor investiți să fie cât mai scurt. Lichidarea plasamentelor trebuie să ocazioneze niște fluxuri de intrare superioare sumelor investite. În sfârșit, este necesar să se țină seama și de **riscul posibil.** Orice plasament presupune o anumită cotă de risc, iar investitorii vor opta pentru variantele care comportă cel mai mic risc.

Plasamentul ideal este cel sigur, cu rentabilitate înaltă și ușor lichid în caz de nevoie. Numai că, în practică, plasamente care să întrunească integral cele trei criterii nu există. Lichiditatea (disponibilitatea) este relativ contradictorie cu rentabilitatea: un plasament disponibil în orice moment va fi, în general, mai slab remunerat decât un plasament pe termen lung, a cărui valoare este mai greu de recuperat. De asemenea, un plasament absolut sigur (fără risc) va fi mai slab remunerat (rentabilitate scăzută) decât unul care comportă un risc de pierdere. Spre exemplu, acțiunile pot aduce dividende mai mari decât dobânzile acordate de o casă de economii, dar acțiunile pot înregistra un curs scăzut la bursă atunci când deținătorul dorește să-și recupereze capitalul și-i poate provoca pierderi substanțiale, în timp ce de la casa de economii banii se pot recupera integral.

În aceste condiții, pentru orice întreprinzător se pune problema unei atitudini prudente în diversificarea și plasarea capitalului disponibil. Este posibilă și de dorit, în anumite condiții, o partajare a capitalului total: o parte să fie plasat cu grad mare de lichiditate, respectiv să fie disponibil în orice moment pentru a face față unor cheltuieli imediate, imprevizibile; o parte să fie plasată cu rentabilitate optimă pentru a asigura condiții bune de valorificare a capitalului; iar o parte poate fi plasată în condiții de risc, care dă perspectiva unor câștiguri substanțiale, dar și posibilitatea unor pierderi apreciabile.

Partajarea capitalului depinde de voința investitorilor, de nevoile și de situația financiară a fiecăruia.

8.11.2. Tipuri de plasamente pe termen scurt

Plasamentele, ca și creditele pe termen scurt, reprezintă instrumente ale planului de trezorerie. Dacă creditele pe termen scurt se utilizează pentru echilibrarea financiară în cazul trezoreriei negative, plasamentele pe termen scurt reprezintă mijloace de echilibrare financiară în eventualitatea previzionării unor excedente de trezorerie ale întreprinderii.

Există variate posibilități de utilizare a excedentelor, astfel încât să răspundă cel mai bine intereselor întreprinderii.

8.11.2.1. Reducerea volumului creditelor de trezorerie

Cel mai bun plasament și principala cale de urmat este reducerea volumului creditelor de trezorerie sau de mobilizare existente. Folosirea excedentelor pentru rambursarea unor credite prefigurează un proces de dezîndatorare, cu consecințe benefice asupra întreprinderii Dacă excedentul depășește volumul creditului restituit, ceea ce rămâne poate fi utilizat pentru lărgirea creditului-client prin acordarea unor termene de plată mai mari, în intenția creșterii cifrei de afaceri sau pentru reducerea creditului-furnizor prin achitarea mai rapidă a furnizorilor, ceea ce conduce desigur, la creșterea bonității.

Aceste căi de plasament a excedentului de trezorerie vor fi utilizate numai dacă nu există alte posibilități de plasament mai rentabile. Dacă piața oferă o conjunctură favorabilă altor plasamente e bine ca întreprinderea să le folosească cu precădere întrucât randamentul lor poate fi mai mare decât economiile din reducerea dobânzilor la creditele bancare restituite.

8.11.2.2. Depozite în conturi bancare

O altă cale de utilizare a excedentelor ar fi păstrarea lor în conturi bancare sau la case de economii. Asemenea plasamente au avantajul unei foarte mari lichidități însă randamentul este slab. Dobânzile bonificate de bănci în condiții de stabilitate economică sunt, de regulă, mult inferioare remunerației medii a capitalurilor pe piață.

Remunerația la depozitele bancare sau la casele de economii se calculează în funcție de numărul de chenzine (factorul timp). Orice depunere reprezintă un credit acordat instituției financiare, pentru care aceasta bonifică dobânzi; orice retragere din cont semnifică, dimpotrivă, un împrumut acordat de instituția financiară, pentru care percepe dobânzi.

$$\Delta D = \frac{C \times D \times N_q}{100 \times 24}$$

în care: C = plasamentul în cont la bancă;
D = rata nominală a dobânzii;
Nq = numărul de chenzine;
L = luna în care a avut loc operaţiunea de depunere sau retragere;
t = coeficientul de timp.

$$Nq = 2(13-L) - t$$

Pentru stabilirea numărului de chenzine (Nq) instituţiile financiare aplică următoarele reglementări:

La depunere:

⇒ dacă ziua depunerii se situează între 1-15 ale lunii, t=1;

⇒ dacă ziua depunerii se situează între 16-30 ale lunii, t=2;

La retragere:

⇒ dacă ziua retragerii se situează între 1-15 ale lunii, t=0;

⇒ dacă ziua retragerii se situează între 16-30 ale lunii, t=1.

DEPUNERI:	$Z \leq 15 \rightarrow t = 1$
	$Z > 15 \rightarrow t = 2$
RETRAGERI:	$Z \leq 15 \rightarrow t = 0$
	$Z > 15 \rightarrow t = 1$

Exemplu:

Presupunem că într-un cont deschis la bancă s-au făcut următoarele operaţiuni:

12 II - depunere ... 25000
16 III = depunere ... 5000
21 IV = retragere ... 7000
8 V - retragere ... 2000

Se aplică o rată a dobânzii reciproce de 8,5%, iar termenul de calculare a dobânzilor este sfârşitul anului.

Pentru calcularea sumei dobânzii se procedează în felul următor:

- Calcularea numărului de chenzine (Nq) pentru fiecare operaţiune:

$Nq_1 = 2(13 - 2) - 1 = 21$
$Nq_2 = 2(13 - 3) - 2 = 18$
$Nq_3 = 2(13-4) - 1 = 17$
$Nq_4 = 2(13 - 5) - 0 = 16$

Calcularea volumului dobânzilor bonificate şi a celor percepute:

$$\Delta D_1 = \frac{25000 \times 8{,}5 \times 21}{100 \times 24} = 1859{,}37\ (+)$$

$$\Delta D_2 = \frac{5000 \times 8{,}5 \times 18}{100 \times 24} = 318{,}75\,(+)$$

$$\Delta_3 = \frac{7000 \times 8{,}5 \times 16}{100 \times 24} 421{,}75\,(-)$$

$$\Delta_4 \frac{2000 \times 8{,}5 \times 16}{100 \times 24} = 113{,}33\,(-)$$

$$\Sigma D = 1859{,}37 + 318{,}75 - 421{,}75 - 113{,}33 = \boxed{1643{,}34}$$

Sistemul de calculare a dobânzilor aplicat de instituțiile financiare, la care factorul timp se consideră în funcție de numărul chenzinelor **creează un oarecare avantaj bănesc instituțiilor respective;** comparativ cu calcularea dobânzilor, în funcție de numărul de zile, la fiecare depunere se bonifică un volum mai mic de dobândă, la fiecare retragere se percepe un volum ceva mai mare de dobândă.

- Dacă suma dobânzii s-ar fi calculat în funcție de numărul de zile, rezultatele ar fi fost următoarele:

$$\Delta D_1 = \frac{25000 \times 8{,}5 \times 319}{100 \times 360} = 1882{,}98\,(+)$$

$$\Delta D_2 \frac{5000 \times 8{,}5 \times 285}{100 \times 360} = 336{,}45\,(+)$$

$$\Delta D_3 \frac{7000 \times 8{,}5 \times 250}{100 \times 360} = 413{,}19\,(-)$$

$$\Delta D_4 = \frac{2000 \times 8{,}5 \times 235}{100 \times 360} = 110{,}02\,(-)$$

$$\Sigma D = 882{,}98 + 336{,}45 - 413{,}19 - 110{,}02 = 1696{,}22$$

Diferența de dobândă în favoarea băncii, ca urmare a aplicării sistemului de calculare în funcție de Nq, este de 52.88 (1696,22 - 1643,34). Prezentată desfășurat, calculația dobânzilor și a diferențelor de dobândă în favoarea băncii arată în felul următor:

Tabelul nr. 17

Operațiuni	Suma	ΔD în funcție de Nq	ΔD în funcție de nr. de zile	Diferențe dobândă în favoarea băncii
Depunere	25000	1 859,37	1882,98	+ 23,61
Depunere	5000	318,75	336,45	+ 17,70
Retragere	7000	421,45	413,19	+ 8,26
Retragere	2000	113,33	110,02	+ 3,31
		1 643,34	1 696,22	+ 52,88

Plusul de dobândă în favoarea băncii, obținut la depunerile în conturi bancare, vine să compenseze inexistența zilelor de bancă, care conferă avantaj băncii la toate celelalte tipuri de operațiuni în conturi.

8.11.2.3. Plasamente în bonuri de casă

Astfel de înscrisuri sunt titluri de îndatorare emise de întreprinderi sau bănci care împrumută de la întreprinderi excedentare sau de la persoane fizice. Pentru cei care le achiziționează, bonurile de casă sunt titluri de creanță, cu scadență până la 3 luni, purtătoare de dobânzi care se plătesc anticipat. Nivelul remunerației este mai mare decât la bonurile de tezaur emise de către stat, tocmai pentru a putea atrage capitalurile, apropiindu-se de nivelul rentabilității întreprinderii emitente.

8.11.2.4. Plasamente în conturi blocate sau conturi la termen

Este vorba de niște conturi pe care și le deschid la bănci întreprinderile excedentare și unde-și imobilizează lichiditățile neutilizate. Termenul este de 30 zile, dar se pot stabili și termene mai reduse.

Sumele depuse trebuie să atingă însă niște niveluri ridicate, iar remunerația este atrăgătoare, apropiindu-se de cea de la bonurile de casă. Aceste sume blocate în conturi limitează flexibilitatea întreprinderii, ceea ce impune o decizie bine gândită pentru ca să nu fie nevoită să apeleze, la rândul său, la alte surse de împrumut care s-ar putea dovedi mai costisitoare decât remunerația primită de la bancă.

8.11.2.5. Certificate de depozit și bilete de trezorerie

Acestea constituie plasamente bune, dar sunt aplicabile marilor întreprinderi, întrucât vizează sume considerabile.

Certificatul de depozit atestă constituirea unui depozit valoric pe o durată ce se poate extinde până la 7 ani, la o instituție financiară specializată, cu o dobândă la nivelul ratei de pe piața financiară.

Biletele de trezorerie se pot emite de societățile pe acțiuni după cel puțin 2 ani de existență și două bilanțuri aprobate și care dispun de un capital propriu mare. Durata biletelor de trezorerie se poate extinde până la 2 ani.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 9

Gestiunea de trezorerie

9.1. Previziuni strategice şi operaţionale în cadrul gestiunii financiare

Gestiunea financiară este o funcţie a întreprinderii care are drept scop de a asigura regulat fondurile necesare pentru exploatarea curentă şi pentru investiri în active imobilizate, la timp şi cu costuri cât mai scăzute, fără a prejudicia independenţa faţă de terţi şi posibilităţile de acţiune economică. Pe de altă parte, prin această funcţie se acţionează pe linia controlului bunei utilizări a fondurilor şi a realizării rentabilităţii scontate.

Gestiunea financiară se realizează începând cu previziunile pe linia planului de investiri şi finanţări şi previziuni ale bugetului de trezorerie care, în final, formează punctul de plecare al unui sistem de control al gestiunii. După elaborarea previziunilor, gestiunea financiară are rolul de a selecta cele mai convenabile mijloace şi procedee de finanţare pentru ca, ulterior, să abordeze metode şi criterii de analiză a situaţiei financiare a întreprinderii.

Dacă politica financiară are în vedere deciziile menite să influenţeze structura întreprinderii, gestiunea financiară vizează sarcinile ce trebuie realizate într-un cadru structural al întreprinderii. Pentru toate problemele financiare ale întreprinderii gestiunea financiară operează intensiv cu concepte şi metode precum: profit, creştere economică, flexibilitate, risc, valoare, flux, actualizare etc., dându-le un conţinut operativ pe baza utilizării informaţiilor contabile şi statistice disponibile.

Sub aspect practic, gestiunea financiară este formată din ansamblul deciziilor şi activităţilor care, în funcţie de obiectivele întreprinderii, concură la reglarea fluxurilor financiare, a nevoilor de resurse. Gestiunea financiară este, în cele din urmă, o practică finalizată şi depinde de obiectivele urmărite în politica generală a întreprinderii. Activitatea de gestionare financiară este concretă: gestionarea trezoreriei, concentrarea fondurilor, controlul asupra investirilor. În acelaşi timp, anumite activităţi financiare au şi caracter de studiu în vederea luării deciziilor de previziune, analiză şi care orientează opţiunile financiare.

În aplicarea sa, gestiunea financiară se sprijină pe contabilitate, drept comercial, statistică, matematică, marketing etc.

• **Previziunea strategică** în cadrul gestiunii financiare reprezintă efortul prospectiv al întreprinderii pentru dimensionarea relațiilor pe termen lung cu terții. Este o activitate practicată de relativ puțin timp și este proprie mai ales marilor unități. Ea se materializează prin planuri financiare prin care se anticipează ce produse se vor desface, pieţele pe care vor avea loc desfacerile, alegerea diferitelor variante de producție de mărfuri sau de desfacere; pe plan financiar se stabilesc cifre și termene esențial calitative cum sunt rata creșterii economice, fluxuri nete de lichiditate etc.

• **Previziunea operațională** are drept obiect, în principal, de a defini pe termen mediu diferitele resurse ce vor fi necesare pentru angajarea pe calea strategică prevăzută. Previziunea operațională are în vedere resursele materiale, umane și financiare.

Previziunea resurselor materiale și financiare se concretizează în planul de investiții și de finanțare care stabilește fondul de rulment viitor al întreprinderii, fiind cel mai utilizat comparativ cu previziunea resurselor umane. Previziunea operațională finalizată prin planul de investire și de finanțare cuprinde două aspecte: investirile necesare, atât sub forma activelor imobilizate, cât și sub forma activelor circulante; mijloacele de finanțare care pot lua forma creditelor pe termen lung și mediu, creșterilor de capital, fondului de rulment.

Spre deosebire de previziunile strategice (pe termen lung) și operaționale (pe termen mediu), **ansamblul previziunilor pe termen scurt** (până la un an) se stabilește, în mod curent, prin bugetul de exploatare și prin bugetul financiar. **Bugetul de exploatare** furnizează un anumit număr de informații pentru stabilirea unui cont de exploatare previzional; el permite determinarea beneficiului brut de exploatare. Un asemenea buget nu abordează nici amortismentele, nici impozitele. Bugetul se întocmește pentru perioade până la 1 an, iar locul important în buget îl dețin veniturile și cheltuielile.

Bugetul financiar cuprinde practic două bugete: bugetul de investiri și finanțări și bugetul de trezorerie. Primul indică partea din planul de investiri și finanțări ce urmează a se realiza în cursul perioadei bugetare, secundul este o sinteză financiară a altor bugete elementare (analitice). El se prezintă sub forma unui scadențar al încasărilor și plăților prevăzute pentru perioada bugetară și permite anticiparea excedentului sau deficitului de trezorerie la finele perioadei.

Un aspect esențial al gestiunii financiare îl constituie **controlul financiar.** Activitatea de control financiar își propune compararea și stabilirea diferențelor între previziuni și realizări exprimate în echilibrul financiar și rentabilitate, să stabilească diagnosticul nerealizărilor financiare care afectează întreprinderea, măsurile susceptibile de a fi aplicate pentru înlăturarea disfuncționalităților observate și pentru redresarea situației financiare și chiar de a revizui previziunile și obiectivele care n-au fost corect dimensionate.

Sursele de informații pentru controlul financiar le oferă contabilitatea, dar și alte documente precum: balanțe, situații lunare, informații statistice. Controlul se efectuează în mare parte periodic, dar pentru anumite aspecte el poate fi semicontinuu. Există însă și o procedură de control excepțională, foarte semnificativă, care se întemeiază pe estimarea valorii întreprinderii și care are loc în anumite circumstanțe: creșteri de capital (dacă societatea nu este cotată la bursă), introducerea în bursă a acțiunilor spre a fi cotate, fuziuni cu alte întreprinderi, cesiuni totale sau parțiale de active, luări de participații la alte întreprinderi, lichidări financiare etc.

9.2. Gestiunea și politica financiară

Politica financiară definește cadrul gestiunii, ea constă în principal în analiza alocațiilor și obținerea resurselor.

O gestiune financiară eficientă impune definirea prealabilă a nevoilor financiare ale întreprinderii, stabilirea politicii de investire în active imobilizate, o viziune clară asupra dimensionării stocurilor ținând cont de relația cu furnizorii, durata ciclului de producție, precum și de riscul de nerealizare a valorii mărfurilor produse. De asemenea, o analiză a politicii de credit-client pe baza condițiilor pieței și de posibilitățile de expansiune este absolut necesară pentru o gestiune financiară realistă.

Întrucât toate fluxurile de fonduri - pe termen scurt sau mediu - au drept rezultat un sold de trezorerie unic, există pericolul de a reduce gestiunea financiară la gestiunea încasărilor din exploatare, ceea ce ar limita acest concept. **Delimitarea între gestiunea financiară și politica financiară se face în funcție de consecințele lor asupra ansamblului întreprinderii și de domeniile unde se aplică**: în timp ce în domeniul politicii financiare figurează toate deciziile financiare care au o acțiune structurală asupra nivelului întreprinderii, gestiunea financiară cuprinde toate sarcinile efectuate în cadrul structural dat. Spre exemplu, deciziile referitoare la alegerea căilor de investire, distribuiri de dividende, apelul la împrumuturi pe termen lung și mediu, rambursări de datorii etc. constituie politica financiară de întreprindere, în timp ce căutarea unei rentabilități maxime a fondurilor deținute pe diverse termene și aplicarea măsurilor corespunzătoare pentru atingerea acestor deziderate constituie gestiunea financiară de întreprindere.

Cadrul strict al gestiunii financiare este îndreptat spre aplicarea politicilor financiare de o maximă eficientă. Gestiunea financiară conține, în principal, aspectele operaționale așa cum au fost ele definite în politica financiară.

Activitatea de gestionare financiară se referă, deopotrivă, atât la maniera de utilizare eficientă și economicoasă a fondurilor, cât și la controlul curent și ulterior al activității. Dar, în timp ce finanțistul caută să maximizeze fondurile investite, în funcție de considerațiile relativ la securitatea capitalului, controlul de gestiune urmărește, în principal, constatarea rezultatului unei activități trecute, în funcție de criterii precum realitatea, legalitatea și economicitatea operațiunilor.

9.3. Principii ale gestiunii financiare

Pentru o gestionare financiară eficientă este necesar să se țină seama cel puțin de următoarele două principii: accelerarea fluxurilor și reducerea costurilor.

Principiul **accelerării fluxurilor de exploatare** presupune sporirea, într-o anumită perioadă, a sumei fondurilor disponibile pe care întreprinderea ar putea să le plaseze din nou în condițiile când accelerarea este însoțită de economii la dobânzi, manoperă, materiale etc. și beneficii suplimentare.

Gestiunea financiară trebuie să țină cont, în permanență, de **costul marginal și costul de oportunitate** al fondurilor deținute. În cadrul unei structuri financiare date costul marginal (cost de achiziție, cost de producție, costul deținerii de stocuri, costuri comerciale) reprezintă costul legat direct de decizia de formare a fondurilor. Costul marginal se poate îmbunătăți fie ca urmare a negocierii în condiții favorabile a prețurilor, fie prin reducerea cheltuielilor directe și indirecte în cursul procesului economic.

Costul de oportunitate al unei resurse sau al unei nevoi este dat de încasările pe care această resursă (sau trebuință) ar putea să le genereze în cea mai bună dintre soluțiile concurențiale posibile. Spre exemplu, costul de oportunitate al unei resurse investite în stocuri este dat de rata rentabilității ce s-ar fi putut obține la aceste resurse dacă ar fi fost plasate în alte operațiuni - dar care n-au fost selectate inițial. Se constată că costul de oportunitate nu se confundă cu cheltuielile financiare ce ar fi trebuit suportate dacă stocurile ar fi fost finanțate prin credite, ci profitul ce s-ar fi putut obține dacă fondurile ar fi fost plasate în alte investiri.

În ultimă instanță, gestiunea financiară constă în optimizarea permanentă a economiilor marginale rezultate din nevoia de fonduri și costul de oportunitate al acestor fonduri.

9.4. Conținutul gestiunii de trezorerie

Gestiunea de trezorerie (sau gestiunea pe termen scurt) reprezintă un domeniu larg al gestiunii financiare. Noțiunea de trezorerie se referă îndeosebi la încasări, lichidități, disponibilități bănești ale întreprinderii la un moment dat, adică fondurile pe care le deține în casă și în cont. În același timp, noțiunea de trezorerie se folosește și pentru a desemna diferența dintre necesarul de active circulante și fondul de rulment sau diferența dintre încasări și credite bancare pe termen scurt.

Gestiunea de trezorerie stabilește și urmărește nevoile de mijloace bănești pentru realizarea sarcinilor de exploatare, pe baza unui buget de venituri și cheltuieli, stabilește creditele pe termen scurt ce vor fi utilizate, cuantumul și costurile aferente, precum și posibilitățile de plasament pe termen scurt.

Pentru întreprinderile mici şi mijlocii problemele financiare cele mai importante sunt legate de gestiunea nevoilor ciclului de exploatare şi modul lor de finanţare. Pentru marile întreprinderi aria problemelor financiare este mai extinsă: ele elaborează o politică financiară în vederea posibilităţilor de utilizare a numeroase surse de finanţare, care urmează să fie aplicată pe o perioadă mai lungă de timp şi care se concretizează în proiectarea unei anumite structuri financiare, în politica de îndatorare promovată, ca şi în previzionarea rentabilităţii proiectelor avute în vedere.

Gestiunea de trezorerie îşi propune folosirea unor mijloace pentru optimizarea încasărilor şi plăţilor şi pentru menţinerea echilibrului financiar cu costuri cât mai reduse. Confruntarea sumei încasărilor cu diferenţa dintre nevoi de active circulante şi fondul de rulment determină apariţia, existenţa sau absenţa creditelor pe termen scurt.

O componentă importantă a gestiunii de trezorerie o constituie previziunea pe termen scurt a echilibrului financiar al întreprinderii, înţelegând prin aceasta anticiparea unor echilibre între încasări şi plăţi, între nevoi de surse pentru exploatare şi sursele proprii plus cele împrumutate - echilibru care are în vedere atât cuantumul fluxurilor, cât şi periodicitatea sau ritmul în care urmează a avea loc.

Gestiunea pe termen scurt urmăreşte două cerinţe importante: să minimizeze costul capitalului, dacă trezoreria este negativă şi se impune apelul la credite, şi să maximizeze rentabilitatea capitalului, dacă trezoreria este pozitivă şi se impune efectuarea unor plasamente pe termen scurt; în al doilea rând, să obţină o flexibilitate maximă a echilibrului financiar (procurarea fondurilor necesare şi utilizarea sau plasarea celor care prisosesc).

Gestiunea de trezorerie ocazionează intervenţia simultană, atât a deciziei de finanţare, cât şi a celei de plasament; alegerea modalităţilor de finanţare pe termen scurt apare mai importantă decât a formelor de plasament când trezoreria este negativă şi invers, dacă trezoreria este pozitivă.

9.4.1. Elementele fundamentale ale gestiunii de trezorerie

Elementele fundamentale ale gestiunii de trezorerie:

- ⇒ accelerarea încasărilor şi reducerea fondurilor neutilizate existente în conturi bancare;
- ⇒ alegerea mijloacelor de plată adaptate nevoilor întreprinderii;
- ⇒ optimizarea trezoreriei.

a) Accelerarea încasărilor este o preocupare care începe încă de la negocierea contractului economic, când se stabilesc termenele şi instrumentele de plată ce urmează a se utiliza. Pe parcurs, furnizorul poate acţiona în direcţia accelerării recuperărilor, cointeresând clienţii să plătească mai repede, oferind în schimb bonificaţii sau cote de rabat încă de la efectuarea livrărilor.

b) Alegerea termenelor reale de plată şi a instrumentelor de decontare adecvate poate permite accelerarea intrărilor de fonduri sau temporizarea (alungirea) termenelor de plată. Spre exemplu, plata cu cecuri efectuată de client nu înseamnă că furnizorul poate dispune imediat de suma respectivă. Timpul care se scurge între ordinul de plată dat băncii de un client şi înscrierea sumei respective în contul furnizorului se numeşte, în literatura de specialitate, float. Acest termen reprezintă numărul de zile în care banii se găsesc în circuit poştal şi bancar. Altfel spus, float reprezintă ansamblul sumelor intrate în sistemul bancar, fără a fi apărut în creditul contului întreprinderii pentru a dispune de ele, sau ansamblul sumelor debitate în contul întreprinderii, dar rămase la dispoziţia băncii.

Float-ul este în funcţie de elementele materiale şi administrative, precum şi de durata circuitului poştal al documentelor, practica bancară şi numărul de zile de bancă (zile-valoare)[1].

c) Optimizarea trezoreriei se întemeiază pe trei principii: utilizarea judicioasă a creditelor, după ce în prealabil au fost selectate cele mai ieftine şi mai suple; promovarea unei tehnici adecvate de plasament a excedentelor de trezorerie; evitarea, pe cât posibil, a unor conturi creditoare (care se remunerează) sau a unor conturi debitoare care comportă costuri.

O îndatorare optimă pe linia trezoreriei urmăreşte un credit redus şi o suplete sporită a utilizării respectivei posibilităţii de creditare. Când se apreciază costul este necesar să se aibă în vedere, atât nivelul dobânzii, cât şi numărul şi cuantumul diverselor comisioane bancare (de angajament, de neutilizare, zile-valoare etc.). Ca linie tactică se poate opta fie pentru un credit mai scump, dar mai suplu, fie pentru unul mai ieftin, dar mai puţin suplu - în funcţie de interesele beneficiarului creditului.

În ceea ce priveşte plasamentele pe termen scurt trebuie avute în vedere trei direcţii: randament ridicat, lichiditate bună şi risc redus. Cum asemenea plasamente, care să întrunească cumulativ cele 3 condiţii, nu există, va trebui ca întreprinderea să accepte un oarecare compromis, urmărind cu precădere un aspect sau altul, fără să le poată obţine integral pe toate trei.

---

[1] Zile-valoare (date-valoare sau zile de bancă) apar ca urmare a datei calendaristice folosite de bancă pentru înscrierea în cont a operaţiunii în scopul calculării dobânzii debitorului. Există deosebiri între data-valoare şi data operaţiunii (înregistrării) în contul întreprinderii. În general, data-valoare a unei mişcări în conturi debitoare devansează data operaţiunii în contul întreprinderii şi invers, data-valoare a unei operaţiuni în conturi creditoare este ulterioară datei operaţiunii în contabilitatea întreprinderii.

Pentru optimizarea trezoreriei se impune, de asemenea, ca întreprinderea să-şi organizeze relaţiile cu banca de maniera în care să evite, pe cât posibil ca, în acelaşi interval de timp, să aibă deschise mai multe conturi, unele având solduri debitoare, ceea ce reflectă o folosire mai puţin eficientă a fondurilor (disponibilităţile în conturi nu aduc decât dobânda bonificată de bancă), iar altele solduri creditoare, adică fonduri împrumutate, care comportă un cost superior ratei dobânzii bonificate de bancă.

Controlul gestiunii de trezorerie urmăreşte descoperirea erorilor de gestionare şi evaluare a câştigurilor potenţiale. Practic, controlul gestiunii de trezorerie constă în urmărirea evoluţiei diferitelor conturi ale întreprinderii. Menţinerea unor solduri creditoare poate fi generată, fie de necompensarea conturilor bancare, fie de apelul la unele credite necesare, fie de plasamente insuficiente ale unor fonduri excedentare. Menţinerea unor solduri debitoare poate fi generată, fie de nemobilizarea unor credite, fie de plasamente importante pe termen scurt. Un control eficient al gestiunii de trezorerie permite evaluarea câştigurilor potenţiale de trezorerie, susceptibile de a fi obţinute în condiţiile unei trezorerii zero, adică atunci când a fost realizată la timp fuziunea conturilor, cu compensări de solduri debitoare şi creditoare, când s-a reuşit reducerea finanţărilor în perioada de excedente de fonduri, sau când au fost utilizate cele mai ieftine şi suple credite, în perioade de deficit de trezorerie.

9.5. Modele de evaluare a gestiunii de trezorerie

Gestiunea încasărilor şi plăţilor are în vedere previziunea, dimensionarea şi corelarea acestor operaţiuni, astfel încât să se obţină un echilibru monetar stabil, urmărind evitarea unor situaţii de lichiditate şi de incapacitate de plată, precum şi formarea unor lichidităţi primare prea mari care să stea neutilizate. Gestiunea încasărilor şi plăţilor presupune încasarea la timp şi în cuantumul legal a tuturor creanţelor pentru a se putea efectua la timp plăţile către terţi.

Previziunile de încasări se bazează pe previzionarea vânzărilor, ţinându-se cont, însă, şi de modul cum plătesc clienţii. Unii clienţi plătesc greu, cu amânări, situaţie care trebuie reflectată reducând corespunzător volumul încasărilor previzionate. Modul cum se face plata are, de asemenea, o importanţă recunoscută. Plata cash, deşi preferată, este uneori relativă; când se face în numerar este imediată; când se face cu cecuri suportă inevitabil unele amânări până când banii devin disponibili pentru vânzător; când este vorba de un virament se produc, de asemenea, întârzieri ale circuitului financiar faţă de cel real.

Previziunile de plată (cheltuieli) se referă în primul rând la cumpărări de mărfuri, dar şi la plata salariilor, impozitelor, dobânzilor, cheltuielilor administrative etc. Pentru stabilirea cheltuielilor de cumpărare se ţine seama atât de

volumul cumpărărilor, cât și de termenele de plată acordate de furnizor. Adesea previziunile de cumpărări se corelează cu previziunile de desfaceri, cu un decalaj legat de condițiile de stocaj.

Previziunile cheltuielilor de cumpărare sunt cu atât mai complexe cu cât este mai mare numărul furnizorilor și sunt mai variate condițiile de plată. Cheltuielile de salarizare se previzionează, de regulă, în funcție de volumul lor în perioada de bază, de posibilitatea creșterii numărului personalului, de remunerațiile lunare etc. Alte cheltuieli – cum sunt impozitele, taxele – se dimensionează conform reglementărilor legale.

Pentru întocmirea situațiilor de trezorerie întreprinderile pot aplica diverse metode, în funcție de talia acestora și de calitatea datelor informaționale de care dispun: bugetul de trezorerie, evaluarea zi cu zi a încasărilor și plăților, metoda termenelor de plată și de încasare. Important este ca întreprinderea să aleagă acea metodă de previzionare pentru care datele de care dispune pot conduce la concluzii realiste și eficiente în luarea deciziilor.

9.5.1. Bugetul de trezorerie

Bugetul de trezorerie este o situație previzională întocmită, în general, lună de lună privind încasările și plățile întreprinderii. Utilitatea lui este legată direct de volumul și calitatea datelor financiar-contabile de care dispune întreprinderea, plecând de la bugetul de exploatare și planul de investiri și finanțări.

Diferențele lunare cumulate dintre încasări și plăți conduc la evoluția previzibilă a trezoreriei, care fundamentează deciziile de regularizare:

– dacă diferențele constatate sunt negative, în funcție de amploarea și durata lor se va decide fie o sporire a fondului de rulment, fie apelarea la un credit pe termen scurt;

– dacă diferențele sunt pozitive se creează posibilitatea de utilizare a acestor excedente, pentru a nu sta nefolosite: plasamente pe termen scurt, extinderea termenului sau a volumului creditului-client, cu influențe favorabile asupra cifrei de afaceri, plata mai rapidă a furnizorilor, ceea ce contribuie la creșterea credibilității și bonității sau reducerea fondului de rulment și eliberarea unor sume în vederea utilizării lor, eventual, pentru investiții.

Bugetul de trezorerie se întocmește de marile întreprinderi, anual sau semestrial, cu detalieri lunare. Astfel de previziuni permit aproximări ale creditului pe termen scurt necesare sau a posibilităților de plasamente pe termen scurt, dar nu dau răspuns menținerii echilibrului financiar de la o zi la alta.

Gestiunea stocurilor

10.1. Folosirea eficientă a stocurilor

Ca şi alte elemente de active circulante, stocurile reprezintă o investire pentru întreprindere. Fondurile investite în stocuri sunt imobilizate pentru o perioadă de timp mai mare sau mai mică, ele au un cost şi prin urmare cer să fie rentabilizate.

Deţinerea de stocuri trebuie explicată prin câştiguri sau economii pentru deţinător, singura justificare de a imobiliza fonduri în stocuri diverse. Constituirea stocurilor este rezultatul unei decizii de investire. Efortul financiar de investire în stocuri trebuie comensurat pe baza sumei lichidităţilor efectiv imobilizate, ţinându-se seama de durata imobilizării, de fluxurile de lichiditate intermediare (până la vânzarea stocurilor), costuri de păstrare-depozitare, alte cheltuieli administrative, pentru ca în final să se evalueze pierderea sau câştigul din deţinerea de stocuri.

Aşadar, decizia de investire în stocuri se va lua ţinând seama de criteriul rentabilităţii, pornind de la suma investită în stocuri, fluxurile de lichidităţi periodice viitoare şi fluxul final actualizate, precum şi costul de oportunitate al capitalului investit, drept rată de actualizare.

$$VAN = -\begin{matrix}\text{Investiţii}\\ \text{în stocuri}\end{matrix} \pm \begin{matrix}\text{Fluxurile periodice}\\ \text{viitoare actualizate}\end{matrix} + \begin{matrix}\text{Valoarea reziduală}\\ \text{a stocului (actualizată)}\end{matrix}$$

Dacă valoarea actuală netă este pozitivă, investiţia în stocuri este oportună întrucât aduce mai mult beneficiu decât dacă acelaşi capital ar fi fost plasat la o bancă, cu dobândă compusă, pe o perioadă de timp egală cu durata investirii în stocuri.

Suma capitalului investit în stocuri se stabileşte pe baza lichidităţii efective imobilizate. Evident, se exclude suma capitalului investit în stocuri de producţie neterminată şi semifabricate, care nu provoacă ieşiri de casă; la fel se procedează şi în cazul cheltuielilor cu amortizarea instalaţiilor de depozitare, păstrare etc. a stocurilor.

Fluxurile de lichiditate periodice viitoare, pozitive şi negative, reprezintă câştiguri nete directe, pierderi evitate, costuri de administrare, costuri de întreţinere etc.

Constituirea de stocuri trebuie să asigure ritmic procesul economic specific, de producție sau desfacere, evitând ruptura între aprovizionare-desfacere. Constituirea unor stocuri însemnate la nivelul agenților economici poate avea influențe diverse: **pozitive**, în cazul unei evoluții nefavorabile a prețului materiilor prime sau al obținerii unor condiții mai favorabile din partea furnizorilor pentru avansarea unor comenzi mari etc., și **negative**, în conjuncturi economice în care prețurile materiilor prime scad, modificarea tehnologiilor de prelucrare a materiilor prime, apariția unor înlocuitori calitativi, pierderi din degradări fizice sau morale etc.

Dimensionarea activelor circulante este operațiunea prin intermediul căreia se stabilește necesarul optim de active circulante, pentru o anumită perioadă de timp (un exercițiu financiar) exprimat valoric, în vederea realizării în bune condiții a obiectului și volumului previzionat al activității.

10.2. Dimensionarea stocurilor

Dimensionarea stocurilor este punctul de plecare în determinarea fondurilor bănești acoperitoare. Volumul stabilit reprezintă baza unor relații financiare ocazionate de autofinanțare, creșteri de capital prin noi emisiuni de acțiuni sau de împrumut pe termen scurt, bancar sau comercial.

Necesarul în stocuri trebuie astfel stabilit încât să stimuleze întreprinderea în folosirea cât mai eficientă a acestor valori, în mobilizarea tuturor factorilor care să conducă la accelerarea vitezei de rotație, pentru reducerea absolută sau relativă a stocurilor. Necesarul de stocuri trebuie să exprime nevoile reale de fonduri; abaterile de la criteriul realității duc la greutăți financiare: imobilizări în cazul supradimensionării necesităților, nerealizarea volumului activității în cazul subdimensionării lor.

Se pot reține mai multe metode de dimensionare a stocurilor: metoda extrapolării, metoda standard, metoda analitică etc.

10.2.1. Metoda extrapolării

Dimensionarea stocurilor după metoda extrapolării sau metoda globală pornește de la ideea unei legături directe între fondul de rulment, ca sursă permanentă de finanțare, și cifra de afaceri, legătură ce poate fi exprimată sub forma raportului $\frac{FR}{CA}$.

Presupunând că în exercițiile financiare anterioare s-a observat o stabilitate a raportului FR/CA și că în cursul anului curent nu se întrezăresc schimbări mari față de anii anteriori, admitem că și pentru anul curent se poate păstra același raport FR/CA care, ponderat cu volumul previzionat al CA pentru anul curent, rezultă fondul de rulment necesar pentru finanțarea stocurilor.

Exemplu:

$FR_0 = 40000$

$CA_0 = 100000$

$CA_1 = 125000$

$$FR_1 = \frac{FR_0}{CA_0} CA_1$$

$$FR_1 = \frac{40000}{100000} 125000 = 50000$$

Această metodă leagă evoluția fondului de rulment numai de cifra de afaceri, neținând seama de alți factori: natura relațiilor cu clienții, respectiv creşterea sau descreşterea soldului contului clienți, natura relațiilor cu furnizorii, respectiv creşterea sau scăderea soldului acestui cont şi chiar de evoluția stocurilor, respectiv creşterea sau scăderea acestora în funcție de viteza de rotație.

După cum se observă, determinarea necesarului pentru stocuri nu se poate face în afara altor active şi pasive de exploatare (ct. clienți, ct. furnizori). Necesarul se determină prin metoda extrapolării, global, împreună cu necesarul celorlalte elemente de active circulante.

Nevoile de finanțat pentru active circulante depind de sectorul economic din care face parte întreprinderea, de condițiile producției şi reglementarea plăților, de caracterul continuu sau sezonier al activității.

Pentru o unitate cu activitate continuă previzionarea nevoilor de finanțat ale ciclului de exploatare se efectuează, în principal, ca diferența între activele de exploatare şi pasivele de exploatare, astfel: Nevoi de finanțat = [Active de exploatare] - [Pasive de exploatare].

La **activele de exploatare** putem îngloba: stocuri, creanțe clienți, avansuri acordate furnizorilor, avansuri acordate personalului, debitori diverşi, iar în **pasivele de exploatare**: furnizori, avansuri primite de la clienți, datorii către personal, creditori diverşi.

Condițiile de exploatare evoluează însă, de la un an la altul, ceea ce face ca metoda extrapolării să nu fie adecvată. În consecință, pentru determinarea nevoilor de finanțare a activelor circulante se impune o analiză mai precisă a acestora.

10.2.2. Metoda standard

Metoda standard sau metoda termenelor de plată vizează determinarea nevoilor de finanțat ale ciclului de exploatare exprimate inițial în zile/cifră de afaceri şi abia în etapa a doua, în volum valoric.

Se porneşte de la faptul că necesarul de finanțat al ciclului de exploatare rezultă din decalajul dintre încasări şi plăți, legat de diferite operațiuni ca: aprovizionare, stocaj, producție, desfacere. Când există decalaj permanent între

încasări și plăți întreprinderea trebuie să apeleze la resurse permanente, adică pe termen lung, respectiv trebuie să-și constituie fond de rulment.

În prima etapă se evaluează durata de rotație a fiecărui post din activul de exploatare și pasivul de exploatare, exprimată în număr de zile de flux, astfel:

- durata stocurilor:
  - în zile de cumpărare pentru materii prime, materiale, mărfuri etc;
  - în zile ale ciclului de producție pentru producția neterminată, semifabricate;
  - în zile sortare, ambalare, pentru producția finită.
- durata creditului-client, în număr de zile/vânzări;
- durata creditului furnizor, în număr de zile/cumpărări.

În etapa a doua se estimează toate nevoile ciclului de exploatare în funcție de un indicator unic al activității - cifra de afaceri sau volumul vânzărilor. Fiecare durată de rotație se convertește în zile/cifră de afaceri, coeficientul de conversiune depinzând de ponderea structurii costurilor.

Exemplu

- Situația bilanțieră a unei societăți comerciale la sfârșitul exercițiului expirat se prezintă astfel:

Activ		*Pasiv*	
- Imobilizări	10 mil.	- Capital propriu	12,0 mil.
- Stocuri	5,5 mil.	- Datorii la termen	6,0 mil.
- Clienți	3,0 mil.	- Furnizori	2,5 mil.
- Disponibil	2,0 mil.		
Total A	20,5 mil.	Total P	20,5 mil.

– pentru exercițiul curent întreprinderea își propune:

- ♦ cifra de afaceri .....31 mil.
- ♦ costul mărfurilor .....21 mil. (70% din CA)
- ♦ cumpărări de mărfuri .....18 mil.

Determinarea necesarului de finanțat pentru active de exploatare, după metoda standard, se realizează în felul următor:

a) **Calcularea duratei în zile a elementelor ciclului de exploatare:**

$$\text{- durata stocajului} = \frac{\text{Stocuri} \times 360}{\text{Costul mărfii}} = \frac{2{,}5 \text{ mil.} \times 360}{14 \text{ mil.}} = 141 \text{ zile}$$

$$\text{- durata creditului client} = \frac{\text{Creanțe clienți} \times 360}{\text{Cifra de afaceri}} = \frac{3{,}0 \text{ mil.} \times 360}{30 \text{ mil.}} = 36 \text{ zile}$$

$$\text{durata creditului furnizor} = \frac{\text{Furnizori} \times 360}{\text{Cumpărări}} = \frac{2{,}5 \text{ mil.} \times 360}{18 \text{ mil.}} = 50 \text{ zile}$$

b) **Nevoile de finanțare ale ciclului de exploatare:**

- Stocaj ... (41 × 70%).....98,7 zile
- Credit client .....36,0 zile
- Credit furnizor (50 × 70%).....35,0 zile

Fond de rulment în zile = 98,7 + 36 – 35 = 99,7 zile

$$\text{Fond de rulment sume} = \frac{30 \text{ mil.} \times 99{,}7}{360} = 8308333$$, ceea ce reprezintă 27,69% din CA.

10.2.3. Metoda analitică

Metoda analitică vizează determinarea necesarului de active circulante pe fiecare element în parte, urmând ca în final să se însumeze. Prin urmare, se va stabili necesarul pentru mărfuri, ambalaje, alte active (obiecte de inventar, echipament și materiale de protecție, materiale și piese de schimb) și stocuri pentru producție (materii prime, materiale, combustibil, producție neterminată etc.)

- **Stocul final de mărfuri** se determină pornind de la doi indicatori: volumul desfacerilor (D) și norma de stoc în zile (Sz) sau stoc/zile desfaceri, după formula următoare:

$$S_f = \frac{D \times S_z}{T}$$

Stocul final determinat în maniera arătată este exprimat în prețuri cu amănuntul. Pentru a stabili necesarul de finanțat, stocul respectiv trebuie recalculat în prețuri de reaprovizionare, adică scăzând elementele de acumulare (rabat, impozit) și adunând cheltuielile aferente transportului, încărcării - descărcării etc.

$$N_{mf} = S_f - R - I + C_c$$

N_{mf} = necesarul de mărfuri;
S_f = stocul final de mărfuri anual, trim.;
I = impozitul pe profit;
R = rabatul comercial;
C_c = cheltuieli aferente stocurilor.

Volumul absolut al elementelor de recalculare se stabilește prin aplicarea cotelor medii de rabat, impozit, cheltuieli - la stocurile finale de mărfuri. Previzionarea cotelor medii se face în funcție de realizările preliminate ale exercițiului anterior, corectate (eventual) pentru a le face comparabile cu condițiile exercițiului curent.

Necesarul de ambalaje. Cea mai importantă categorie de ambalaje o constituie ambalajele de circulație și care se caracterizează printr-o circulație pe principiul vânzării - cumpărării, la fel ca și mărfurile pe care le însoțesc. Necesarul ambalajelor de circulație se obține înmulțind stocul final curent de mărfuri cu ponderea ambalajelor față de mărfuri obținute în exercițiul precedent:

$$Na_1 = \frac{S_f m_f \times Pa_0}{100}$$

$$Pa_0 = \frac{Sa_0}{S_f mf_0} 100$$

- Na_1 = necesarul de ambalaje exercițiul curent;
- S_{fmf1} , S_{fmfo} = stocul final mărfuri în exercițiul curent și în anul de bază;
- Pa_o = ponderea ambalajelor față de mărfuri în anul de bază;
- Sa_o = stocul de ambalaje preliminat în anul de bază.

După cum se observă, necesarul ambalajelor de circulație variază numai în funcție de creșterea sau descreșterea stocului de mărfuri, întrucât ponderea obținută în anul de bază se menține și pentru anul în curs.

• **Determinarea stocurilor pentru alte active.** În grupa "alte active" se încadrează anumite elemente cu o pondere mai mică în totalul activelor circulante, cum ar fi: materiale și piese de schimb, obiecte de inventar de mică valoare sau scurtă durată, echipament și materiale de protecție. Având în vedere viteza de circulație mai redusă a acestor elemente în raport cu mărfurile și ambalajele, ele se dimensionează separat, existând deosebiri în modul de determinare a necesităților pentru diferitele elemente componente.

Necesarul pentru materiale și piese de schimb se calculează pe baza stocurilor finale preliminate ale anului de bază, eventual corectate și aduse în condițiile anului curent, care se influențează cu creșterea sau descreșterea relativă a parcului de transport și a dotării cu utilaje în anul curent, față de anul de bază:

$$N = S_0\left(1 \pm \frac{P}{100}\right) \qquad P = \frac{TU_1}{TU_0} 100$$

în care:

N = necesarul de materiale și piese de schimb;

S_0 = stocul preliminat de materiale și piese de schimb al anului de bază;

TU_1, TU_0 = parcul de transport auto și volumul dotării cu utilaje în anul curent, respectiv anul de bază;

P = creșterea relativă (+) sau descreșterea (-) parcului auto și a dotării cu utilaje în anul curent.

Necesarul de obiecte de inventar de mică valoare sau scurtă durată se determină ținând cont de stocul valoric preliminat al anului de bază, de gradul de uzură al obiectelor de inventar în folosință și de suprafața pe care o deservesc, în felul următor: stocul preliminat la sfârșitul anului de bază se diminuează cu uzura aferentă obiectelor de inventar în folosință, rezultatul urmând să fie influențat de creșterea sau descreșterea suprafeței comerciale în anul curent, față de anul de bază.

$$N = \left(S_0 - \frac{S_f \times U}{100}\right) \times \left(1 \pm \frac{P}{100}\right) \qquad P = \frac{SC_1}{SC_0} 100$$

în care:

N = necesarul de obiecte de inventar de mică valoare sau scurtă durată;
S_0 = stocul final preliminat de obiecte de inventar al anului de bază;
S_f = stocul de obiecte de inventar în folosinţă ;
U = gradul de uzură al obiectelor de inventar în folosinţă;
P = gradul de creştere a suprafeţei comerciale în anul curent, faţă de anul de bază;
SC_1,SC_0 = suprafaţa comercială în anul curent, respectiv în anul de bază.

Necesarul pentru echipamentul şi materialele de protecţie se stabileşte în acelaşi fel ca în cazul obiectelor de inventar, cu deosebire că stocul preliminat la sfârşitul anului de bază, diminuat cu uzura aferentă echipamentului în folosinţă, se influenţează cu creşterea sau descreşterea relativă a personalului operativ comercial în anul curent, faţă de anul de bază.

Pentru alte categorii de active circulante, cum sunt cheltuielile anticipate ocazionate de plata chiriei, abonamentelor de radio, televiziune, telefon, presă etc. necesarul se stabileşte prin analiza economică cu preocuparea ca în anul curent cheltuielile să nu depăşească, pe cât posibil, nivelurile atinse în anul de bază.

Pentru cheltuielile anticipate privind reparaţiile capitale necesarul se stabileşte în funcţie de volumul reparaţiilor prevăzute şi cota ce urmează să se recupereze prin trecere pe cheltuieli în perioada curentă. Pentru clienţi din mărfuri vândute cu plata în rate, necesarul se stabileşte astfel: se însumează soldul contului clienţi preliminat pentru sfârşitul trimestrului expirat, cu vânzările prevăzute de mărfuri cu plata în rate şi cu dobânzile aferente creditelor bancare acoperitoare; din totalul obţinut se scad avansurile legale depuse de cumpărători şi ratele prevăzute a se încasa de la clienţi pentru mărfuri vândute cu plata în rate.

Pentru mărfurile expediate, în curs de încasare, necesarul de active circulante se stabileşte înmulţind volumul livrărilor cu ridicata cu numărul de zile necesar pentru întocmirea, expedierea documentelor la bancă şi termenul contractual de acceptare, supra perioada de timp.

10.3. Optimul investirii în stocuri

Ponderea mare a stocurilor în totalul mijloacelor circulante implică necesitatea folosirii raţionale, eficiente a acestora, care să se reflecte pozitiv în rezultatele financiare.

Modul în care se desfăşoară rotaţia stocurilor are o mare însemnătate pentru economia fiecărei societăţi comerciale; cu cât se realizează o viteză de rotaţie mai accelerată, cu atât întreprinderea îşi va putea rezolva sarcinile economice propuse cu un volum mai redus de active circulante, va apela la credite într-o măsură mai mică şi deci va plăti un cuantum mai redus de dobânzi.

Viteza de rotație a activelor circulante și, prin urmare, a stocurilor reprezintă un indicator calitativ al activității unităților economice exprimând eficiența folosirii acestora; ea se exprimă prin intermediul a doi indicatori: viteza de rotație în zile sau durata în zile a unui circuit și coeficientul vitezei de rotație sau numărul de circuite pe care le parcurg mijloacele circulante într-o perioadă de timp (de obicei, un an).

- **Viteza de rotație în zile** (V) se determină ca un raport în care la numărător înscriem produsul dintre stocul mediu (S) și numărul de zile din an sau trimestru (T), iar la numitor, volumul cifrei de afaceri (CA) anual sau pe trimestre.

$$V = \frac{\overline{S} \times T}{CA}$$

Același rezultat se obține raportând perioada de timp (T), an sau trimestru, la coeficientul vitezei de rotație sau numărul de circuite (NC), în cazul că se cunoaște acest din urmă indicator.

$$V = \frac{T}{NC}$$

Coeficientul vitezei de rotație sau numărul de circuite pe care le parcurg activele circulante într-o perioadă de timp (NC) se calculează, fie ca raport între cifra de afaceri (CA) și stocul mediu ($\overline{S}$), fie ca raport între perioada de timp (T) și viteza de rotație în zile (V).

$$NC \frac{CA}{\overline{S}} \qquad \text{sau} \qquad NC = \frac{T}{V}$$

În vederea obținerii acestor indicatori, unitățile economice calculează, în prealabil, stocurile medii după următoarele formule:

$$\overline{S}_{tr} = \frac{Si + Sf}{2} \qquad \overline{S}_{an} = \frac{\sum S_{tr}}{4}$$

în care:

$\overline{S}_{tr.}$ = stocul mediu trimestrial;

Si = stocul inițial al trimestrului;

S_f = stocul final trimestrial;

$\overline{S}_{an}$ = stocul mediu anual.

Viteza de rotație este un indicator mediu, care exprimă mișcarea întregului stoc de mărfuri de care dispune întreprinderea. În aceste condiții, de fapt, viteza calculată este media vitezelor de rotație ale diferitelor categorii de stocuri și, ca orice indicator mediu, poate ascunde abateri în plus sau în minus ale elementelor componente. De aceea, este necesar a se analiza cu atenție atât viteza volumului total al stocurilor pe întreprindere, cât și viteza pe diferite grupe de stocuri, pentru

a se interveni pe linia impulsionării cifrei de afaceri şi reducerii stocurilor cu mişcare lentă sau fără mişcare.

În afara influenţei pozitive pe care o are asupra profitului şi ratei rentabilităţii, accelerarea vitezei de rotaţie poate avea drept consecinţe eliberări relative sau absolute de active circulante. Eliberarea absolută are loc atunci când întreprinderea, accelerând viteza de rotaţie, reuşeşte să-şi îndeplinească sarcinile de desfaceri cu un volum mai redus de active circulante; fondurile eliberate se pot utiliza de întreprindere în alte scopuri, conform necesităţilor reclamate de activitatea de bună gestionare. Eliberarea relativă a activelor circulante are loc în condiţiile când se realizează o creştere a volumului cifrei de afaceri cu un volum constant de active circulante, sau când se realizează o creştere a cifrei de afaceri într-un ritm mai accelerat decât creşterea volumului activelor circulante.

Separat de indicatorii vitezei de rotaţie, optimul investirii în active circulante se mai poate urmări şi prin intermediul altor indicatori, cum ar fi: volumul cifrei de afaceri la 1 000 lei stocuri sau volumul profiturilor la 1 000 lei stocuri. Primul indicator exprimă eficienţa mai ales sub aspect cantitativ, în timp ce la al doilea exprimă eficienţa sub aspect calitativ.

O problemă deosebit de importantă pentru optimul investirii în stocuri o constituie structura şi calitatea acestora, posibilitatea vânzării şi transformării lor rapide în bani, adică **gradul de lichiditate a stocurilor** de mărfuri, ambalaje şi alte active. Cum o parte însemnată a activelor circulante este acoperită prin credite bancare pe termen scurt, întreprinderea este pusă în situaţia de a face faţă în orice moment angajamentelor asumate faţă de bănci; or, aceasta nu se poate realiza decât în măsura în care poate să-şi desfacă operativ stocurile achiziţionate. În eventualitatea că întreprinderea nu realizează cifra de afaceri prevăzută şi nu-şi poate onora la timp obligaţiile asumate faţă de terţi (bănci, furnizori, alţi operatori) ea intră în incapacitate de plată şi poate fi pusă în stare de lichidare judiciară chiar dacă, în general, lucrează rentabil şi este solvabilă.

Rezultă interesul întreprinderilor de a studia atent situaţia lichidităţii, comparând gradul de lichiditate a activelor cu gradul de exigibilitate a datoriilor. În practică pot fi utilizaţi diverşi indicatori, cum ar fi:

$$\text{Gradul de lichiditate generală} = \frac{\text{Total active circulante}}{\text{Total datorii pe termen scurt}}$$

Un indicator expresiv din punct de vedere al lichidităţii se poate obţine şi prin diferenţa factorilor cuprinşi în raportul de mai sus:

Total active circulante – Datorii pe termen scurt = Fondul de rulment

Cu cât fondul de rulment este mai mare, cu atât mai scăzute vor fi datoriile pe termen scurt în totalul activelor circulante; pentru întreprinderi, în anumite conjuncturi economice, este avantajos şi mai sigur să-şi acopere o parte cât mai mare prin capital permanent, decât prin credite pe termen scurt.

CAPITOLUL 11

Gestiunea creditului dintre întreprinderi

Creditul reciproc dintre întreprinderi, denumit şi credit comercial, are două semnificaţii diferite: **credit-client** sau **creanţe-clienţi,** reprezentând amânările de plată consimţite de furnizorul de mărfuri sau prestatorul de servicii în favoarea partenerilor de afaceri, şi **credit-furnizor,** reprezentând obligaţiile de plată ce apar pentru o întreprindere la care data primirii mărfurilor sau recepţionării serviciilor devansează termenul de plată.

Orice întreprindere poate avea, concomitent, atât creanţe asupra unor clienţi, contabilizate în activul bilanţului, cât şi credite primite de la diverşi furnizori contabilizate în pasivul bilanţului. În acelaşi timp, există o corespondenţă contabilă perfectă între aceste conturi: o creanţă-client sau un drept de creanţă pentru o întreprindere echivalează cu o obligaţie de plată sau un credit-furnizor pentru întreprinderea corespondentă şi invers.

Relaţiile dintre partenerii de contract prin care unul devine creditor (creanţier), iar celălalt debitor (datornic) au la bază fluxurile reale de mărfuri şi servicii dar se concretizează numai ca urmare a sistemului de plăţi convenit. Aceasta înseamnă că situaţiile de creditor sau debitor nu apar întâmplător, ca un act de voinţă unilateral al clientului care în mod abuziv sau fortuit doreşte să întârzie plata către furnizor; de regulă, aceste situaţii decurg din contractul economic încheiat între părţi unde, printre alte clauze, există şi acelea referitoare la numărul de zile - întârziere de care poate beneficia clientul din momentul primirii mărfurilor până la efectuarea plăţii.

11.1. Gestiunea creditului-client

Creditul-client reprezintă pentru întreprindere o imobilizare care încetineşte viteza de rotaţie a fondurilor şi micşorează lichiditatea financiară. Efectele nefavorabile resimţite de întreprinderile care au acordat credite clienţilor lor nu pot fi înlăturate prin sistarea radicală a acestor credite întrucât s-ar prejudicia realizarea cifrei de afaceri. Nu toţi clienţii pot plăti cash, ceea ce nu înseamnă că n-au capacitate de plată sau că nu dispun de

solvabilitate financiară. În dorința extinderii cifrei de afaceri întreprinderile sunt nevoite să vândă și pe credit pe termen scurt partenerilor lor de contract. Aceasta a devenit o practică generalizată în țările cu economie de piață, existând chiar și luptă de concurență între întreprinderi pe linia acordării de facilități de plată clienților lor.

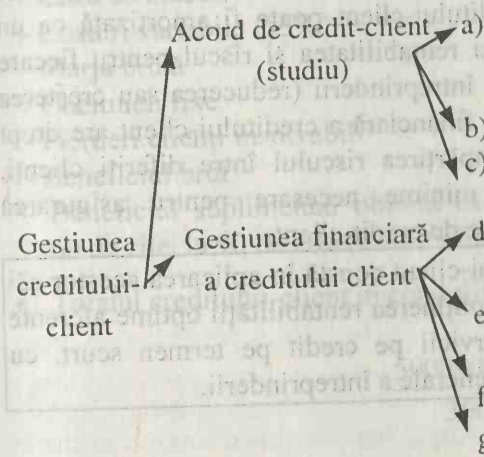
În aceste condiții **gestiunea creditului-client** constă în luarea măsurilor care să permită minimizarea sumei creditului și costurilor legate de plata efectivă, precum și de a limita riscul de nerecuperare a creditului. Este cunoscut faptul că un singur client rău platnic, dacă are un credit mare, poate crea greutăți majore întreprinderii furnizoare. Minimizarea creditului-client se poate obține prin diverse procedee practice, cum ar fi alegerea unor modalități de plată convenabile, rapide și înscrierea lor ca atare în contract, facturarea operativă a loturilor de mărfuri expediate clienților, înscrierea explicită în contract a tuturor condițiilor de plată care să înlăture interpretări diferite. Toate acestea urmăresc, în ultimă instanță, apariția mai rapidă în cont a contravalorii livrărilor.

Minimizarea riscului ce decurge din credit-client se poate realiza atât prin măsuri preventive, cât și printr-un control ulterior. Ca măsuri preventive pot fi utilizate diverse practici, precum: selectarea clienților cărora să li se acorde credit-client; stabilirea prealabilă a unor plafoane până la care se poate ridica creditul acordat unui client sau plafonul total pe întreprindere în funcție de cifra de afaceri; rezervarea prin contract a dreptului de proprietate asupra stocurilor vândute pe credit, garanții cambiare, diverse asigurări împotriva riscului de neplată, mergând până la vânzarea creanțelor-client unor societăți specializate în astfel de preluări de risc de neplată (l'affacturage). Ulterior, adică după acordarea creditului-client, se impune o supraveghere și un control continuu asupra evoluției riscului și care se poate realiza pe baza unor indicatori care să exprime raportul dintre creditele efective și plafonul prestabilit, coeficientul de rotație a creditului-client, supravegherea bonității clientului etc.

Gestiunea creditului client are drept corespondent practic politica de credit-client – ca parte a politicii generale a întreprinderii – care reprezintă, de fapt, o alocare de resurse (un credit) către întreprinderile client, pe termen scurt, cu scopul promovării politicii comerciale, creșterii cifrei de afaceri și folosirii mai bune a unor active disponibile.

Gestiunea creditului-client se întemeiază pe respectarea unor principii financiare, dar constituie un instrument al politicii comerciale. Într-un fel, gestiunea creditului-client constituie un aspect bancar al activității financiare din întreprindere și care presupune tratarea diferențiată a clienților mici, similară cu gestiunea bancară a creditului de consum și, separat, a clienților cu pondere mare pentru care gestiunea creditului-client are în vedere luarea în considerare a tuturor particularităților și sensibilităților acestora.

Gestiunea creditului-client comportă două etape: studiul acordului de credit și analiza principiilor gestiunii financiare a creditului-client.



11.1.1. Fundamentarea deciziei de credit-client

Furnizorul este interesat în cel mai înalt grad să-și fundamenteze economic creditul client întrucât acesta reprezintă participarea sa la finanțarea stocurilor clientului său. Evident, condițiile de creditare depind de viteza de rotație a stocurilor pe care dorește s-o realizeze furnizorul, ceea ce presupune că termenele de plată acordate pot fi mai mari sau mai mici, fără a exclude și intervenția altor factori care să influențeze asupra duratei creditului-client. În orice caz, situarea creditului-client în centrul politicii generale comerciale a întreprinderii implică legătura strânsă dintre gestiunea creditului-client și diferite domenii de activitate a întreprinderii: politica comercială, politica de producție, politica financiară.

Politica creditului-client poate fi un bun suport pentru activitatea comercială în măsura în care are o influență pozitivă asupra cifrei de afaceri. Ținând seama de situația comercială a societății, politica creditului-client trebuie să contribuie la promovarea obiectivelor sale, în funcție de strategia aplicată: poate avea loc **o politică restrictivă de credit-client,** dacă cifra de afaceri este asigurată prin alte mijloace, spre exemplu, prin politica de publicitate; sau se poate duce **o politică mai suplă de credit-client**, dacă se urmărește incitarea pe această cale a clienților pentru cumpărări masive (realizarea cifrei de afaceri).

Politica creditului-client are legături directe cu politica de producție și cu politica financiară a întreprinderii. Așa, spre exemplu, acordarea, în anumite

perioade, de condiții avantajoase de credit-client poate conduce la o mai bună activitate de producție sau la diminuarea costurilor cu stocajul.

Pe de altă parte, sub aspect financiar, creditul-client apare ca o investiție efectuată de furnizor. Suma totală a creditului-client poate fi amortizată ca un portofoliu de investiții, putându-se calcula rentabilitatea și riscul pentru fiecare client și, prin urmare, linia de conduită a întreprinderii (reducerea sau creșterea greutății specifice a unor credite). Politica financiară a creditului-client are drept scop minimizarea riscului de neplată, împărțirea riscului între diferiți clienți, stabilirea volumului cifrei de afaceri minime necesare pentru asigurarea rentabilității comerciale, a condițiilor optime de credit-client.

În ultimă instanță gestiunea creditului-client constă în aplicarea acestor căi de politică economică și financiară pentru obținerea rentabilității optime aferente livrărilor de mărfuri și prestărilor de servicii pe credit pe termen scurt, cu consecințe favorabile asupra rentabilității generale a întreprinderii.

11.1.2. Creditul client ca element de gestiune

În condițiile economiei de piață este firesc ca întreprinderile să considere creditul-client, în primul rând, ca mijloc de accelerare a creșterii cifrei de afaceri, ca mijloc de penetrare pe diverse piețe, în cadrul strategiei de marketing. În același timp, nu se poate face abstracție de faptul că creditul-client reprezintă o problemă de optimizare marginală între beneficiile așteptate de la toți clienții suplimentari obținuți prin politica liberală de credit-client, pe de o parte, și riscul întreprinderii, pe de altă parte.

Politica creditului-client variază în funcție de nivelul activității întreprinderii și de situația sa de trezorerie, știut fiind că plusul de trezorerie poate fi utilizat pentru dezvoltarea creditului-client. În același timp însă, este imperios necesar să se calculeze dacă este rentabilă investirea în credit-clienți, în raport cu rentabilitatea ce s-ar putea obține din alte tipuri de investire, sau în raport cu costul acestor fonduri proprii ce se utilizează drept credit-client.

Să presupunem, spre exemplu, că o întreprindere prezintă următoarele caracteristici financiare:

- rentabilitatea obținută în activitatea de producție 24,16%
- rentabilitatea obținută în activitatea de servicii 25,50%
- costul capitalului permanent investit în fond de rulment din care se acordă credit-client (cost mediu ponderat) 22,40%

- În aceste condiții societatea comercială respectivă are posibilitatea creșterii cifrei de afaceri cu 50000, cu condiția extinderii creditului-client de la 60 de zile, la 90 de zile, fapt ce ar putea duce la următoarele rezultate:

	Credit-client 60 zile	*Credit-client 90 zile*
- Cifra de afaceri	500000	550000
- Costuri variabile (55%)	275000	302500
- Marja brută	225000	247000
- Cheltuieli fixe	170000	170000
- Pierderi clienți insolvabili	-	5000
- Beneficiul brut	55000	72500

- Beneficiul suplimentar obținut ca urmare a extinderii creditului-client de la 60 de zile, la 90 de zile (72500 - 55000) 17 500

- Totalul creditului-client în condițiile termenului de 60 de zile este de 83333

$$\frac{500000 \times 60}{360} = 83333$$

$$\frac{550000 \times 90}{360} = 137500$$

- Totalul creditului-client în condițiile termenului de 90 de zile este de 137500

$$\text{Rata rentabilității investirii suplimentare în credit-client} = \frac{\text{Beneficiul suplimentar obținut ca urmare a extinderii creditului-client}}{\text{Creșterea volumului creditului client}} \times 100$$

$$R = \frac{17500}{137500 - 83333} \times 100 = 32{,}30\%$$

Comparând rentabilitatea investirii în credit-client (32,30%) cu rentabilitatea ce se poate obține în alte investiri (producție 24,16%), servicii (25,50%) sau cu costul capitalului permanent cu care a crescut fondul de rulment (22,40%) rezultă eficacitatea investirii în credit-client.

11.1.3. Componentele politicii de credit-client

Componentele politicii de credit-client vizează, în principal, următoarele direcții: durata de acordare a creditului, volumul acestuia și selectarea cu grijă a clienților pentru a evita pe cât posibil surpriza neplăcută a apariției clienților rău platnici.

• **Durata pentru care se acordă creditul-client** este, în principiu, foarte variată. Ea se stabilește prin negociere, dar cu prudență și se adaptează la natura activității clientului și a trebuințelor sale. Acordarea unor termene de plată mai lungi sau mai scurte concretizează o politică mai liberală sau mai restrictivă a creditului-client, dar care nu se poate îndepărta prea mult de la politica dusă de întreprinderile concurente care acționează în sectorul respectiv.

Pe de altă parte, o întreprindere nu poate acorda credit-client într-un volum care să depășească posibilitățile sale de lichidități sau de refinanțare de la băncile comerciale. În ultimă instanță, băncile au un rol însemnat în stabilirea duratei unui credit comercial prin aceea că ele scontează efectele comerciale prezentate de întreprinderi care, ulterior, pot fi rescontate. Or, o politică de rescont restrictivă sau generoasă, respectiv stabilirea unor limite pentru rescont vor determina inevitabil și o supraveghere din partea băncilor comerciale a politicii de credit-client promovată de agenții economici.

Marile societăți comerciale, care au acces lejer la credite bancare pe termen scurt, pot să-și permită, în consecință, acordarea unor credite-client pe termene mai lungi sau într-un volum mai însemnat; uneori, însă, poziția puternică a unor clienți într-un sector oarecare de activitate poate impune furnizorilor, la negociere, acordarea de condiții avantajoase sub aspectul termenelor de plată.

Volumul creditului-client. Stabilirea volumului creditului-client este un element caracteristic al politicii duse de întreprindere, care poate adopta decizii diferite de la un client la altul. În principiu, suma creditului-client se determină ca un raport între cifra de afaceri, ponderată cu numărul de zile reprezentând termenul de plată, raportată la perioada de timp.

$$\text{Volumul creditului-client} = \frac{\text{Volumul vânzărilor} \times \text{Nr. de zile}}{360}$$

Totuși, ținând seama de diverse riscuri ce decurg din relațiile cu clienții, furnizorul își poate propune anumite limite de credit pe care nu le va depăși pentru un client sau altul, în scopul reducerii riscului global de neplată care decurge din politica creditului-client.

• **Selectarea clienților.** Selectarea cu grijă a clienților trebuie să stea în atenția furnizorilor, ca o altă componentă însemnată a politicii de credit-client. Dacă politica comercială a furnizorului îi permite să-și selecteze clienții, desigur că el se va orienta către clienții mari, puternici, care au comenzi însemnate și prin intermediul cărora se poate pătrunde pe segmente de piață neexplorate și care pot favoriza imaginea furnizorilor pe alte piețe.

Dar alegerea clienților presupune și preocuparea pentru reducerea riscului de neplată și care poate fi evaluat ținând cont de bonitatea generală a clientului, de

comportamentul său anterior, de situația sa economico-financiară la data creditării, de conjunctura economică, precum și de mijloacele de plată pe care le utilizează clientul. Toate acestea presupun că furnizorul trebuie să dețină informații cât mai ample despre clienții săi potențiali sau reali, în funcție de care va decide asupra acordării sau neacordării creditului-client, asupra sumei și duratei acestuia.

11.1.4. Rolul compartimentului „credit-client"

Gestiunea financiară a creditului-client se desfășoară, practic, prin intermediul unui serviciu sau compartiment de credit-client care trebuie să satisfacă exigențe opuse: sporirea creditului-client (dezvoltarea cifrei de afaceri) printr-o politică comercială atrăgătoare și, în același timp, limitarea riscului printr-o politică prudentă, judicioasă.

Serviciului însărcinat cu derularea creditului-client îi revin sarcini concrete legate de examinarea cu atenție a noilor linii de credite acordate, controlul creditelor acordate, accelerarea recuperării creanțelor. Evident că, pentru întreprinderile comerciale mari sau pentru creditele însemnate ca volum, avizarea dată de serviciile credit-client trebuie supusă aprobării conducerii societății furnizoare.

Un aspect deosebit de important ce caracterizează activitatea serviciului „credit-client" este cercetarea-informarea cât mai amănunțită cu putință asupra clienților existenți și a celor potențiali. În mod deosebit se impune o informare realistă asupra clienților noi în scopul evaluării importanței acestora pentru întreprindere (volumul cifrei de afaceri), comportamentului lor anterior și aprecierii riscului de neplată.

Culegerea de informații vizează aspecte diferite. În literatura de specialitate aceste direcții de informare au căpătat denumirea „Cei 5C" despre credit-client: caracterul, capacitatea, capitalul, aspecte colaterale, condiții generale.

- **Caracterul clientului** vizează informații privind seriozitatea, cinstea și corectitudinea acestuia, care să dea o idee despre intențiile sale de a-și îndeplini obligațiile.
- **Capacitatea clientului** se evaluează printr-o analiză a situației gestionare a acestuia, situația sa față de propriii săi clienți, posibilitățile sale de refinanțare și dacă ține o gestiune corectă, sănătoasă a propriului patrimoniu.
- **Capitalul clientului.** În această ordine de idei se are în vedere situația sa financiară, volumul creditului de care dispune, capitalul permanent din bilanț etc., informații care să permită tot atâtea premise de recuperare a creanțelor în cazul încetării plăților de către client. Practic, se urmărește cunoașterea valorii reale a patrimoniului, garanțiile materiale de care dispune un client.

- **Informații colaterale** despre clienți, care să permită luarea unor decizii de către furnizor, au în vedere gradul de lichiditate imediată și mijloacele de plată utilizate curent de către client, precum și eventualitatea unor proteste de neplată pe care să i le fi adresat alți parteneri.
- **Condiții generale.** Se urmărește obținerea de informații asupra clienților cu privire la creșterea lor economică (sau, dimpotrivă, stagnarea sau declinul economic), starea tehnică și posibilitățile de retehnologizare, sensibilitatea clientului la variațiile conjuncturale.

Un anumit număr de informații, cum sunt cele referitoare la patrimoniul și situația juridică a clientului, moralitatea conducătorilor etc. pot fi obținute de la organisme oficiale. În țara noastră astfel de informații poate oferi, la cerere, Registrul Comerțului; în alte țări (Franța) s-a creat Institutul național al proprietarilor industriali care centralizează serviciile Registrului Comerțului, formând depozitul central de date al Institutului și care, în schimbul unei taxe, poate oferi, la cerere date despre firmele comerciale: nume, domiciliu, activitatea principală, activitatea secundară, originea fondurilor, starea financiară etc.

Alte surse de informare posibile: registrul de protestări de la tribunal, registrul de amanet, serviciul de cadastru, precum și băncile, care, la cerere, pot furniza date cu privire la efectele neplătite sau cecuri neonorate. Totuși, astfel de informații sunt limitate, oferind un interes parțial întrucât băncile, spre exemplu, urmărind să protejeze interesele clienților lor, nu oferă informații complete. Pe de altă parte, documentele depuse la bancă de clienți nu pot avea aceeași credibilitate precum cele obținute, spre exemplu, de un control financiar la sediul clientului.

În unele țări există, însă, anumite societăți specializate în evaluarea riscului, care oferă informații, la cerere, și contra unei taxe, asupra unor firme în măsură să permită furnizorilor să analizeze situația economico-financiară a clienților pentru a deduce riscul de credit-client. Acestea pot fi informații comerciale asupra cifrei de afaceri, studii de marketing continue (pe bază de contract) sau ocazionale (pe bază de comandă). Fiabilitatea informațiilor este însă relativ scăzută, întrucât ele nu sunt garantate și, în plus, termenele de obținere sunt uneori prea lungi pentru a fi suficient de utile.

Informațiile precise și concrete ar fi de natură să fundamenteze o decizie de credit-client, evitarea refuzului unui credit pentru o societate care momentan are dificultăți financiare, dar care oferă perspective interesante. De asemenea, informațiile obținute trebuie să fie în măsură de a permite o comparație între mărimea riscului de credit-client și costul informațiilor, pe de o parte, și beneficiul ce s-ar putea realiza ca urmare a unei bune estimări a riscului deschiderii de noi credite-client, pe de altă parte.

11.1.5. Controlul asupra operațiilor de credit - client

Controlul creditului-client reprezintă funcția esențială a serviciului "credit-client" din cadrul societății comerciale și are drept scop de a verifica eficiența și validitatea politicii adoptate în această direcție, de a supraveghea respectarea condițiilor aprobate de conducerea firmei. Controlul se poate efectua fie prin metoda coeficienților, fie prin metoda plafonului de credit și a vechimii creanțelor.

11.1.5.1. Metoda indicatorilor

Metoda coeficienților sau a indicatorilor constă în calcularea și interpretarea unor coeficienți, pe baza rezultatelor obținute până la un moment dat în activitatea de creditare a clienților, care să permită furnizorului luarea unor decizii și măsuri oportune de ameliorare a activității în domeniu.

- Ponderea creditului-client = $\frac{\text{Credit-client}}{\text{Cifra de afaceri}}$

se poate calcula pe orice perioadă (lună, trimestru, an) și poate avea valori cuprinse între zero și unu. Un coeficient apropiat de zero sau în descreștere semnifică o politică restrictivă de credit-client; o valoare a indicatorului apropiată de unu arată că termenele de creditare sunt prea lungi în raport cu ciclul de exploatare și cu rotația stocurilor, că societatea comercială are interesul, în vederea creșterii cifrei de afaceri, să apeleze și la alte măsuri (activități de service după vânzări, consultanță etc.).

Indicatorul caracterizează bine politica de credit-client promovată de furnizor, dar nu permite explicarea evoluției.

- Coeficientul vitezei de rotație a creanțelor = $\frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Creanțe-clienți}}$

Dacă respectivul coeficient se ponderează cu numărul de zile al perioadei (lună, trimestru etc.) se obține viteza de rotație în zile [CA/creanțe-clienți] × T;

Indicatorul viteza de rotație are neajunsul că este foarte sensibil la fluctuațiile sezoniere, valoarea lui fiind, în general, funcție de suma fondurilor imobilizate în credit-client, de sezonalitatea vânzărilor și de variațiile conjuncturale.

- Coeficientul pierderilor datorate creanțelor nerecuperabile sau dubioase.

$\frac{\text{Creanțe-clienți nerecuperabile}}{\text{Creanțe-clienți}}$ sau $\frac{\text{Creanțe-clienți nerecuperabile}}{\text{Cifra de afaceri}}$

Pierderile ce provin din creanțe nerecuperabile reprezintă, practic, concretizarea riscului pe care și-l asumă societatea comercială atunci când consimte să vândă pe credit clienților săi. La evaluarea acestor pierderi se va ține seama de deductibilitatea TVA din creanțele nerecuperabile, întrucât aceasta se recuperează de societatea comercială.

O valoare prea mare a acestui indicator (apropiată de 1) poate însemna, fie că serviciul „credit-client" funcționează defectuos, că, urmărind în special creșterea cifrei de afaceri, se ajunge în extrema unei proaste selecții a clienților, a unei insuficiente evaluări a riscului de neplată, proastei urmăriri a încasării la timp a creanțelor etc., fie poate duce la concluzia că sectorul credit-client a devenit riscant ca urmare a conjuncturii economice în ramură sau pe plan național.

De asemenea, o valoare mare (apropiată de 1) sau un ritm prea alert de creștere a indicatorului creanțe dubioase/cifra de afaceri poate însemna, fie că societatea își asumă riscuri prea mari, că serviciul „credit-client" nu respectă anumite imperative financiare, fie că societatea are o poziție precară pe piață și, prin urmare, este nevoită să accepte cererile de credit ale clienților, neputând face o selecție riguroasă a acestora. Dimpotrivă, o valoare slabă a indicatorului creanțe dubioase/cifra de afaceri poate duce la concluzia că societatea nu este dispusă să-și asume riscuri, că acordă condiții de credit inferioare celor practicate de întreprinderile concurente, ceea ce se poate reflecta negativ asupra cifrei de afaceri.

Concluzie. Diferiții indicatori prezentați mai sus permit a se evidenția problemele dificile dar nu relevă și cauzele. Un indicator nefavorabil trebuie să provoace măsuri care pot merge de la sfătuirea financiară a clientului, perseverența și fermitatea recuperărilor, până la acționarea lui în justiție.

11.1.5.2. Metoda plafonului de credit

Stabilirea pentru fiecare client sau tip de client a unui plafon de credit urmărește limitarea riscului pentru furnizor. Plafonul ține seama de un număr de factori: capacitatea de plată a clientului, instrumentele de plată utilizate în mod obișnuit de client, situația financiară, rentabilitatea sau garanțiile oferite de client.

Folosirea plafoanelor de credit prezintă avantajul determinării cu anticipație a fondurilor investite în creanțe-clienți în cursul unei perioade și prevederii mijloacelor de refinanțare corespunzătoare, diversificării investirilor în creanțe-clienți în funcție de perspectivele de recuperare, diversificării riscurilor.

Metoda plafonului de credit prezintă, însă, și anumite limite. Pe această linie înscriem, în primul rând, dificultatea stabilirii plafonului pentru fiecare client, mai ales în cazul existenței unui număr mare de clienți, ceea ce impune culegerea de informații despre aceștia. În al doilea rând, plafonul nu permite evaluarea costului

fondurilor investite în creanțe-clienți, întrucât nu ia în considerare durata investirii pentru fiecare client. În sfârșit, trebuie să spunem că depășirea unui plafon de credit nu înseamnă neapărat că creanțele sunt irecuperabile întrucât unii clienți pot avea dificultăți pasagere, care nu justifică măsuri de retragere a creditului sau acționarea în justiție.

11.1.5.3. Metoda vechimii creanțelor

Tabloul vechimii creanțelor este un instrument care se poate dovedi foarte eficient pentru urmărirea încasării la timp a creanțelor și evitarea situațiilor în care unele creanțe din portofoliu, deși cu termene depășite, n-au fost însoțite de măsuri corespunzătoare de revitalizare.

Tabloul se poate construi fie reevaluând vechimea creanțelor dintr-o lună în procente față de totalul portofoliului, fie în procente față de cifra de afaceri.

Pentru exemplificare prezentăm mai jos un tablou care întrunește ambele variante de evaluare.

Tabelul nr. 18

Creanțe aflate în portofoliu la sfârșitul lunii iulie

Luna apariției creanțe-clienți	*Valoarea*	*Vechimea (zile)*	*% față de total creanțe*	*Cifra de afaceri a lunii*	*% Creanțe /CA*
1	2	3	4	5	6
martie	6000	120-150	2,50	198000	3,03
aprilie	57000	90-120	23,75	270000	21,11
mai	15000	60-90	6,25	250000	6,00
iunie	42000	30-60	17,50	126000	33,00
iulie	120000	0-30	50,00	315000	38,09
Total	240000	-	100%	1159000	20,70

Coloanele 1-4 exprimă vechimea creanțelor, lunar față de totalul portofoliului. Din tablou rezultă că în luna iulie exista cel mai mare procent de creanțe neîncasate (50%), ceea ce este normal ca urmare a faptului că au vechimea cea mai mică și n-au ajuns încă la scadență. Pentru celelalte luni procentele de nerecuperare variază între 2,5% și 23,75%. Societatea comercială s-ar putea sesiza, însă, pentru procentul prea mare de nerecuperare a creanțelor din luna aprilie, comparativ cu cele din martie și mai, ceea ce ar trebui să conducă la măsuri recuperatorii mai ales pe acest segment de vechime (90-120 de zile).

Coloanele 1, 2, 5, 6 estimează vechimea creanțelor în procente lunare față de cifra de afaceri a lunii respective, ceea ce permite aprecieri cu privire la volumul fondurilor imobilizate în creanțe-clienți și evaluarea costului acestora, comparativ cu rentabilitatea ce s-ar fi putut obține dacă aceste fonduri ar fi fost lichide și s-ar fi investit în alte operațiuni.

Un eventual clasament al creanțelor după vechime sau după numărul de zile de întârziere a plății ar permite nu numai controlul ulterior al rentabilității fondurilor investite în creanțe-clienți, dar și un sistem de avizări cu scopul urgentării recuperării.

11.1.6. Recuperarea creanțelor

Recuperarea creanțelor reprezintă un obiectiv extrem de important pentru fiecare furnizor. Deși agentul economic este liber să-și ducă propria politică de recuperare, în realitate el este obligat să țină seama de caracteristicile structurale și natura relațiilor pe care le are cu clienții: mari societăți comerciale, cu clienți numeroși, pot utiliza gestiunea automată a creanțelor pe baza unor metode statistice de previzionare; întreprinderile mai mici nu dispun, de regulă, de mijloacele financiare necesare pentru o gestionare eficientă a creanțelor, motiv pentru care apelează de multe ori la intermediari pentru recuperarea debitelor (scontarea tratelor la bănci, apel la societăți specializate de recuperare); furnizorii cu clienți puternici sunt nevoiți să ducă față de aceștia o politică suplă de recuperare; alte firme, care au drept client principal statul, sunt nevoite să se adapteze politicii bugetare, în vederea recuperării creanțelor.

Pentru clienții mari, puternici, trebuie promovată o politică atentă de recuperare, fără a recurge la acționări în justiție, o politică specifică pentru fiecare astfel de client, chiar acceptând amânări de plată; pentru clienți mai puțin importanți poate fi aplicată o politică mai puțin personalizată, o politică mai rigidă de plafonare sau termene de plată.

Politica recuperării creanțelor cere ca fiecare client restant să fie analizat pentru a înțelege motivele întârzierilor la plată: dacă nu poate sau nu vrea să plătească. În ambele cazuri sunt indicate eforturi din partea furnizorului pentru convingerea clienților de a plăti, nerecurgând la acționare în justiție decât în cazuri limită, întrucât aceasta presupune cheltuieli, timp, dar și nesiguranță.

Necesitatea accelerării recuperării creanțelor, îndeosebi a celor litigioase, a condus, în anumite țări la crearea unor societăți specializate de recuperare a creanțelor - diferite ca tip și mărime - care se însărcinează cu recuperarea creanțelor unor furnizori care n-au timp, experiență și mijloacele necesare de a urmări debitorii. Astfel de societăți sunt încadrate cu personal calificat în

domeniul economic, juridic, administrativ, care să permită urmărirea eficientă a rău-platnicilor, până la acționarea lor în justiție.

Practic, în activitatea societăților de recuperare se parcurg două etape: **perioada prejudiciară**, relativ scurtă ca durată, în care se fac avizări adresate clienților ce trebuie să plătească, se adoptă diverse măsuri de presiune, intimidare, de anchetă de solvabilitate; **perioada judiciară** care, de regulă, succede primei perioade, deși poate fi abordată și independent.

Costul serviciilor oferite de societățile specializate de recuperare se stabilește prin negociere între parteneri, fie sub formă forfetară, fie sub forma unei sume fixe postcalculate.

În primul caz, furnizorul achită un avans, urmând ca ulterior să plătească o rată procentuală calculată asupra creanțelor recuperate. Dacă nu se poate recupera nici o sumă, cheltuielile ocazionale cu procedura de recuperare se suportă integral de către societatea specializată în astfel de recuperări. Evident, ca măsură de protecție, societatea specializată efectuează o selectare a creanțelor, anterior încheierii contractului cu furnizorul, evitând angajamente pentru creanțe fără nici o perspectivă de recuperare. În al doilea caz, cheltuielile de recuperare se postcalculează de către societatea specializată și se suportă integral de către furnizor, plus o cotă reprezentând beneficiul societății.

Concluzii: sistemul recuperării creanțelor litigioase prin intermediul unei societăți specializate prezintă avantaje: furnizorii sunt eliberați de grija recuperării respectivelor creanțe; organizarea și măsurile de recuperare sunt executate de specialiști în asemenea procedee și deci au șanse mari de succes; activitatea societăților de recuperare nu este îngrădită de probleme de teritorialitate.

În schimb, serviciile oferite de asemenea societăți se dovedesc a fi destul de scumpe și, de multe ori, aduc întârzieri de recuperare întrucât acțiunile judiciare durează.

11.1.7. Factoring

Factoring-ul este tot o procedură de recuperare a creanțelor, deosebindu-se însă de cea anterioară, prin faptul că reprezintă, efectiv, **o vânzare de creanțe** înainte de a fi ajuns la scadență, către societatea de factoring. Cu alte cuvinte, factoring-ul este o convenție prin care un furnizor transferă creanțele sale unei societăți financiare specializate și care-i achită contravaloarea.

Pe această cale furnizorul este scutit de grija recuperării respectivelor creanțe, își simplifică evidența contabilă a contului clienți, gestionând numai contul de factoring, pentru care primește periodic un extras de cont de la societatea de factoring.

Folosind procedura de factoring furnizorul are avantajul realizării unor economii la cheltuieli, rezultate din renunțarea la evidența contului clienți, la supravegherea și urmărirea încasării creanțelor, precum și din faptul că nu se mai fac avizări pentru clienți, nu se mai operează cu mijloace de plată diverse (utilizate frecvent de clienți). Toate aceste operațiuni trec la societățile de factoring.

Creanțele vândute societății de factoring trebuie să fie nelitigioase. Societatea stabilește o limită valorică pentru facturile provenite de la fiecare client al furnizorului, care poate fi modificată ulterior în funcție de o durată medie a creditului-client și asupra căreia calculează și reține în avans o cotă de garanție.

Clientela societăților de factoring se încadrează, de regulă, în rândul întreprinderilor de talie mijlocie, exprimată prin cifra de afaceri. Nu se fac operațiuni de factoring cu întreprinderi foarte mici și nici cu întreprinderi mari. Clientela trebuie să fie pe cât posibil stabilă, cu operațiuni continue, iar facturile prezentate spre vânzare să aibă o valoare consistentă.

Plata facturilor se face prin cec sau prin bilete la ordin care pot fi scontate de către clienți.

Costul operațiunilor de factoring este relativ dificil de estimat întrucât se are în vedere nu numai comisionul pe care-l plătește clientul, ci și economiile de cheltuieli pe care le realizează acestea ca urmare a eliminării operațiunilor de evidență, urmărire și încasare a debitelor.

Practic, costul este format din două elemente: un comision general calculat asupra cifrei de afaceri (valoarea facturilor) și care acoperă costul serviciilor oferite de societatea de factoring, plus un coeficient de beneficii.

Concluzie. Factoring-ul oferă servicii avantajoase clienților săi dar nu poate fi considerat ca o soluție miracol pentru acoperirea unor situații financiare precare ale acestora. Dimpotrivă, clienții societăților de factoring trebuie să fie societăți rentabile, cu o situație economico-financiară sănătoasă, care să poată suporta costul relativ ridicat al operațiunilor de factoring.

11.2. Gestiunea creditului-furnizor

Dacă apariția în activul bilanțier a postului "clienți" poate fi considerată ca o investire în credit-client, apariția postului "furnizori" în pasiv este considerată o finanțare pe seama surselor partenerului de afaceri. Altfel spus, dacă postul "clienți" reprezintă o decizie de investire, creditul-furnizor constituie o decizie de finanțare.

Decizia de finanțare prin credit-furnizor este diferită de gestiunea creditului-furnizor. Gestionarea creditului-furnizor rezidă în măsuri care să conducă la maximizarea acestuia, atât ca volum, cât și ca termen de rambursare, știut fiind că pe

această bază poate fi realizată creşterea cifrei de afaceri sau suplinirea lipsei fondului de rulment. Sursele atrase sub forma creditului furnizor sunt cu atât mai avantajoase cu cât, în general, ele nu sunt oneroase. Pentru beneficiarul acestui credit este important ca diversele clauze cu privire la volum, termen să fie ferm precizate în contract, în scopul de a preveni eventualele demersuri ale furnizorilor pentru accelerarea rambursărilor. În acelaşi timp, obligaţiile de plată devenite scadente trebuie onorate pentru a evita plata penalităţilor de întârziere.

Gestiunea creditului-furnizor are drept obiectiv utilizarea eficientă a creditului obţinut de client, în principal prin clauze contractuale care să precizeze volumul şi durata, dar şi prin întârzierea voluntară a plăţilor, însă de o manieră flexibilă, astfel încât să nu provoace penalităţi de întârziere care ar putea face nerentabilă întârzierea şi nici să nu ducă la deteriorarea relaţiilor cu furnizorul.

De multe ori furnizorul oferă clientului posibilitatea de a alege între un credit comercial pe o anumită perioadă de timp şi o bonificaţie calculată asupra livrărilor în situaţia în care clientul este de acord să plătească cash (fără amânare). În această situaţie clientul va analiza dacă este economicos pentru el să opteze pentru primirea bonificaţiei, care-i ieftineşte mărfurile aprovizionate, dar care-l pune în situaţia de a-şi procura lichidităţi pentru achitarea imediată a facturii, eventual printr-un credit bancar (purtător de dobândă) sau, dimpotrivă, să renunţe la bonificaţie şi să beneficieze de creditul-furnizor care-l scuteşte de apelul la credite bancare.

Apreciem deci că sursa de finanţare „credit-furnizor" are un cost de oportunitate, în funcţie de rata dobânzii pieţei pe care clientul n-o mai plăteşte dar care se regăseşte în gestiunea furnizorului. În celălalt caz, beneficiind de bonificaţie, clientul va trebui să plătească dobânzi la creditele bancare solicitate.

Pentru a decide asupra politicii de urmat trebuie luate în considerare fluxurile diferite generate de cele două politici de finanţare (credit-furnizor sau bonificaţie), să se calculeze rentabilitatea financiară a creditului furnizor şi a bonificaţiei după criteriul VAN, pentru a stabili care politică este acceptabilă şi care trebuie respinsă.

Exemplu. O întreprindere realizează cumpărări lunare de 25000 lei, cu un termen de plată de 3 luni. Furnizorul propune clientului, la începutul anului, să suspende creditul-furnizor, acordând în schimb o bonificaţie de 5% din valoarea facturilor.

Clientul are posibilitatea obţinerii unui credit bancar pe termen scurt cu dobânda de 15% pentru a putea plăti imediat furnizorului. Perioada de contract durează 4 ani. Impozitul pe profit este de 38%.

Pentru a lua decizia de finanţare (credit comercial sau împrumut bancar plus bonificaţii) vom estima mai întâi fluxurile financiare generate de cele două politici de finanţare apoi, prin actualizare, vom determina valoarea actuarială netă (VAN).

Tabloul fluxurilor financiare lunare pentru perioada celor 4 ani de contract se prezintă astfel:

Tabelul nr. 19

Luna	*Politica de finanțare prin credit-furnizor*	*Politica de finanțare prin credit bancar și bonificație*	*Diferențe de flux*
1	*2*	*3*	*4*
1	25000	48750	- 23750
2	25000	48750	- 23750
3	25000	48750	- 23750
4	25000	23750	1250
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
48	25000	23750	1250
49	25000	-	25000
50	25000	-	25000
51	25000	-	25000

Coloana 2. Dacă clientul decide asupra unei politici de credit-furnizor el va plăti lunar, cu regularitate, aceeași sumă de 25000 care reprezintă valoarea facturilor, urmând să continue plățile lunare și după expirarea contractului (lunile 49, 50 și 51) pentru onorarea obligațiilor scadente, provenite din ultima parte a perioadei contractelor.

Coloana 3. Dacă clientul optează pentru finanțarea prin credit bancar și bonificație, în prima lună va trebui să plătească 25000 reprezentând cumpărările din luna N-3, plus cumpărările lunii în curs diminuate cu bonificația de 5%.

$$25000 + 25000 \times 0{,}95\% = 25000 + 23750 = 48750$$

Aceeași sumă de 48750 va trebui s-o plătească și în cursul lunilor 2 și 3. Începând cu luna a 4-a și până în luna a 48-a va plăti lunar doar aprovizionările curente diminuate cu bonificația, adică: $25000 \times 0{,}95 = 23750$. Aceste fluxuri negative încetează o dată cu expirarea contractului, adică la sfârșitul lunii a 48-a.

Coloana 4 evidențiază diferențele pozitive sau negative dintre fluxurile financiare generate de cele două politici de finanțare, diferențe care urmează să fie actualizate, în vederea determinării VAN a creditului-furnizor.

Drept rată de actualizare se foloseşte rata dobânzii practicată de băncile comerciale la creditele pe termen scurt (15%), corectată cu incidenţa fiscală:

$$15\%\ (1 - 38\%) = 9{,}3\%.$$

Întrucât fluxurile financiare din tabloul precedent sunt lunare, pentru actualizarea lor este necesară transformarea ratei anuale a dobânzii (D) în rata lunară echivalentă (D_L).

$$(D_L) = (1 + D/100)^{1/12} - 1 = (1 + 0{,}093)^{1/12} - 1 = 0{,}007438 = 0{,}7438\%$$

$$D_L = \sqrt[12]{1{,}093} - 1 = 0{,}007438 = 0{,}7438\%$$

sau

Cunoscând rata dobânzii actuarială lunară (0,7438%) se procedează la actualizarea fluxurilor pozitive şi negative, după formula VAN, în felul următor:

$$\boxed{VAN = -C + B \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}}$$

$$\text{VAN credit furnizor} = -\sum_{t=1}^{3} 23750 \times \frac{1 - 1{,}007438^{-3}}{0{,}007438} + \sum_{t=1}^{48} 1250 \times \frac{1 - 1{,}007438^{-48}}{0{,}007438}$$

$$- \sum_{t=1}^{3} 1250 \times \frac{1 - 1{,}007438^{-3}}{0{,}007438} + \sum_{t=1}^{51} 25000 \times \frac{1 - 1{,}007438^{-51}}{0{,}007438}$$

$$- \sum_{t=1}^{48} 25000 \times \frac{1 - 1{,}007438^{-48}}{0{,}007438}$$

$$VAN = -70203 + 50302 - 3694 + 1057826 - 1006047 = \boxed{28184}$$

Concluzie. Valoarea actuarială netă fiind pozitivă (28184), soluţia trecerii de la finanţarea prin credit-furnizor 90 zile, la finanţarea prin credit bancar pe termen scurt cu dobândă de 15%, în condiţiile unei incidenţe fiscale de 38% şi a unui comision acordat de furnizor de 5%, **este acceptabilă pentru client.**

Evident, soluţia se va accepta dacă clientul are capacitate de îndatorare nesaturată. În caz contrar, costul de oportunitate (rata actuarială) va trebui corectat corespunzător, urmând ca, ulterior, să se determine VAN, pentru a constata dacă rămâne pozitivă sau nu.

BCU ASIGEN TRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 12

Gestiunea încasărilor şi plăţilor

Încasările din activitatea de bază şi auxiliară se concretizează în numerar în casă sau disponibilităţi în conturi bancare. Menţinerea unor disponibilităţi băneşti de către întreprinderi se justifică în următoarele trei cazuri: când se intenţionează efectuarea unor tranzacţii (cumpărări) previzibile în scurt timp; ca măsură de siguranţă sub forma lichidităţilor primare; ca mijloc de speculaţii.

Încasările obţinute, practic, sunt formate din fonduri care nu lucrează şi, prin urmare, deţinerea şi neutilizarea lor devin nerentabile, motiv pentru care ele trebuie optimizate şi bine gestionate în contul general al trezoreriei. În ultimă instanţă, gestiunea de trezorerie este gestiunea zilnică a conturilor bancare ale întreprinderii, care să conducă la economii de costuri ale capitalurilor utilizate.

În loc de a deţine lichidităţi din încasări este preferabil să se deţină active uşor lichide, rapid negociabile sau ca întreprinderea să dispună de capacitatea de îndatorare nesaturată (credite uşor mobilizabile). Aceasta, întrucât pentru sume mici, indiferent de trebuinţă, întreprinderea va putea să şi le procure dacă are linii de credite deschise sau autorizaţii de scont, astfel că nu este oportun să păstreze banii în casă sau în cont; pentru sume mari întreprinderea poate să le negocieze în timp util, lichidităţile deţinute oricum nefiind satisfăcătoare.

Problema care se pune este nu atât gestionarea încasărilor, cât mai ales a aceleia de trezorerie care, în general, se consideră, pe de o parte, ca diferenţă între lichidităţile reale şi creditele bancare, iar, pe de altă parte, ca diferenţă dintre lichidităţile potenţiale şi capacitatea de finanţare neutilizată (capacitatea de îndatorare nesaturată).

12.1. Previziunea zi cu zi a încasărilor şi plăţilor

A gestiona încasările şi plăţile zi cu zi înseamnă a avansa sau devansa în timp cheltuielile şi încasările întreprinderii de o aşa manieră încât, respectând angajamentele asumate, excedentele de trezorerie să fie generatoare de venituri, iar deficitele de trezorerie să fie finanţate la timp şi cu costuri minime.

Metoda aceasta presupune o estimare cât mai precisă a încasărilor și plăților fiecărei zile sau, eventual, ale fiecărei săptămâni, ceea ce constituie o operațiune foarte laborioasă și dificilă, cere un personal numeros și date informaționale detaliate, ceea ce nu este posibil pentru orice întreprindere. În schimb, este de natură să ocazioneze informații mai sigure și concluzii fiabile.

12.2. Metoda termenelor de plată/încasare

Din punctul de vedere al gestiunii încasărilor și plăților este important de a cunoaște la ce dată poate întreprinderea să utilizeze efectiv sumele cuvenite ajunse la scadență sau când apar în cont cecurile depuse la bancă de către partenerii de afaceri, pe de o parte, și când trebuie să plătească efectiv aprovizionările efectuate sau alte obligații către terți, pe de altă parte. Este vorba de luarea în considerație a termenelor de plată acordate de furnizori și prestatori conform contractelor economice încheiate, de termenele legale de plată a obligațiilor față de bugetul statului, precum și de termenele acordate de întreprindere terților.

Pentru întocmirea situației de trezorerie se pornește, în principal, de la doi indicatori importanți: cifra de afaceri (vânzările previzionate) și de la aprovizionarea cu mărfuri, materii prime, materiale etc. previzionate. Ambii indicatori sunt estimați în încasări / plăți ce se vor efectua cash sau care se realizează prin credit-client și credit-furnizor, unde acționează termenul de încasare, respectiv termenul de plată.

Exemplificăm întocmirea unei situații de trezorerie, pentru o întreprindere cu o cifră de afaceri anuală de 8300 și cu un volum al aprovizionărilor, pe aceeași perioadă, de 7540, ambii indicatori defalcați trimestrial.

Tabelul nr. 20

		I	*II*	*III*	*IV*	*Total*
1. Cifra de afaceri	Încasări cash	400	250	300	100	1050
	Credit-client	1600	1750	1800	2100	7250
		2000	2000	2100	2200	8300
2. Cumpărări de mărfuri	Plata cash	100	120	50	70	340
	Credit-furnizor	800	2000	1900	2500	7200
		900	2120	1950	2570	7540
3. Creditul-client se acordă pe un termen de 60 zile;						
4. Creditul-furnizor se primește pentru un termen de 45 zile;						

În prima etapă, având în vedere termenele de încasare / plată, determinăm încasările şi plățile efective, în felul următor:

Încasări efective din cifra de afaceri

Trim. I. $400 + 1600 \times 1/3 = 400 + 533 = 933$

II. $250 + 1600 \times 2/3 + 1750 \times 1/3 = 250 + 1067 + 583 = 1900$

III. $300 + 1700 \times 2/3 + 1800 \times 1/3 = 300 + 1167 + 600 = 2067$

IV. $100 + 1800 \times 2/3 + 2100 \times 1/3 = 100 + 1200 + 700 = 2000$

Anual $1050 + 7250 \times 10/12 = 1050 + 6042 = 7092$

Plăți către furnizori

Trim. I. $100 + 800 \times 1/2 = 100 + 400 = 500$

II. $120 + 800 \times 1/2 + 2\,000 \times 1/2 = 120 + 400 + 1000 = 1520$

III. $50 + 2000 \times 1/2 + 1\,900 \times 1/2 = 50 + 1000 + 950 = 2000$

IV. $70 + 1900 \times 1/2 + 2\,500 \times 1/2 = 70 + 950 + 1250 = 2270$

Anual $340 + 7200 \times 10{,}5/12 = 340 + 6300 = 6640$

În etapa a doua, pe baza calculelor de mai sus, întocmim situația trezoreriei, astfel:

Tabelul nr. 21

	I	*II*	*III*	*IV*	*anual*
- Cifra de afaceri (încasări efective)	933	1900	2067	2000	7092
- Cumpărări de mărfuri (plăți efective)	500	1520	2000	2270	6640
Trezorerie pozitivă	+433	+380	+67	-	+452
Trezorerie negativă	-	-	-	-227	-

Concluzii

În cazul trezoreriei pozitive (tr. 1,2,3) se impun măsuri corespunzătoare de gestionare a lichidităților pe termen scurt, sub forme diverse, pentru a se obține eficiența scontată: plasamente pe termen scurt, extinderea creditului-client, reducerea creditului-furnizor, sau reducerea fondului de rulment.

În trimestrul al IV-lea, când se previzionează minus de lichidități, se pot iniția altfel de măsuri, în funcție de posibilitățile întreprinderii: sporirea fondului de rulment (dacă deficitul de lichidități se permanentizează), apelul la credite bancare pe termen scurt, reducerea creditului-client sau majorarea creditului-furnizor (prin negociere cu partenerii).

12.3. Optimizarea încasărilor și plăților

A gestiona încasările și plățile înseamnă, în primul rând, a le optimiza. Optimizarea constă în a aplica anumite mijloace tehnice (cvasiîncasări) pentru a evita risipa de fonduri, în scopul intensificării utilizării lichidităților întreprinderii și reducerii la maxim a apelării la credite bancare pe termen scurt. Mijloacele tehnice avute în vedere abordează două aspecte: accelerarea încasărilor și reducerea volumului fondurilor neutilizate.

Accelerarea încasărilor s-ar putea realiza prin alegerea judicioasă a locului unde să se facă plata și a băncii care s-o efectueze. Prin alegerea locului plății se poate scurta timpul dintre emiterea instrumentelor de plată de către debitor și momentul introducerii în bancă pentru încasare. Spre exemplu, se poate cere debitorului să adreseze instrumentul de plată direct unei bănci desemnate de furnizor. Alegerea băncii poate fi făcută de așa natură încât să micșoreze numărul de zile-valoare, să scurteze timpul efectiv de decontare (exemplu, alegerea unei bănci din localitatea furnizorului).

Reducerea fondurilor care stau neutilizate (în adormire) este un obiectiv permanent al întreprinderilor. Existența unor fonduri neutilizate se poate explica, uneori, prin rațiunea flexibilității financiare (întreprinderea să poată lua inițiative diverse în orice moment), dar și printr-o proastă gestionare. Această din urmă situație se întâmplă când întreprinderea nu coordonează corespunzător funcționarea diverselor sale conturi bancare, aflate la două sau mai multe bănci: un cont poate avea sold debitor, altul sold creditor, unificarea lor putând conduce la un sold general debitor, ceea ce ar avea drept efect realizarea de economii cu dobânzile. O soluție ar fi utilizarea unui singur cont, la o singură bancă și, dacă nu este posibil, reducerea la minim a numărului băncilor, cu influențe favorabile asupra coordonării conturilor.

12.4. Încasări și plăți cu numerar ale agenților economici

Numerarul sau moneda efectivă se compune din bancnote și monedă metalică. Bancnotele sunt titluri de credit ale băncii centrale, garantate de aceasta în sensul că se obligă să restituie, la cerere, valoarea nominală. În fapt, nimeni nu recurge la restituire, bancnotele rămânând, pe toată perioada circulației lor, titluri de credit. Bancnotele trec din mână în mână, fiecare participant la circuit fiind încredințat că poate realiza valoarea lor prin cumpărări de mărfuri, servicii, sau plata unor datorii.

În prezent, bancnotele emise de băncile centrale au devenit monedă de hârtie, nu mai pot fi schimbate în aur, îndeplinind funcția de monedă bazându-se pe încredere.

Moneda metalică este formată din piese circulare, ștanțate cu modele în relief, având diverse valori, în conformitate cu nevoile circulației bănești.

Emisiunea de bancnote şi monedă metalică este de competenţa fiecărei ţări, banca centrală fiind singura autorizată să emită şi să retragă din circulaţie semnele monetare. Numerarul, sub forma bancnotelor şi monedei metalice, este instrumentul de plată cel mai vechi, având următoarele caracteristici: mijloc de plată nedeterminat, în sensul că efectuarea plăţilor nu este condiţionată de nimic; mijloc de plată general, fiind valabil pentru toate plăţile şi acceptat de membrii societăţii; mijloc de plată cu efect imediat, în sensul că stingerea datoriei are loc simultan cu înmânarea semnelor băneşti.

Încasările şi plăţile cu numerar se utilizează pentru vânzarea mărfurilor şi prestarea serviciilor, pentru depuneri de garanţii, recuperarea unor debite, imputaţii, pentru plata salariilor, premiilor, primelor, preavizelor, dividendelor, participaţiilor la beneficii ale salariaţilor, plata chiriilor etc.

Întreprinderile evidenţiază încasările şi plăţile cu numerar în registrul de casă, pe bază de documente justificative. Compartimentul financiar-contabil efectuează controlul periodic de casă, documentar şi faptic. Plăţile nejustificate documentar nu se iau în consideraţie la stabilirea soldului de casă, provocând minus de casă, urmat de măsuri de recuperare de la cei responsabili de nerespectarea disciplinei de casă. Încasările nejustificate documentar provoacă plus de casă, care se înregistrează.

12.4.1. Limitele încasărilor şi plăţilor cu numerar

Operaţiunile cu numerar dintre întreprinderi au o importanţă redusă. Reglementările circulaţiei băneşti adoptate în diverse ţări stabilesc, din considerente de eliminare a evaziunii fiscale, limite valorice până la care întreprinderile pot face încasări şi plăţi în numerar.

În România, agenţii economici pot face plăţi cu numerar până la concurenţa unui plafon zilnic de 10 milioane, peste această sumă fiind necesar ca încasările şi plăţile să se efectueze prin cont. Excepţie fac unităţile economice din sectorul comercial sau prestări de servicii, care lucrează frecvent cu populaţia şi care pot face încasări cu numerar în orice cuantum. Ele nu pot păstra, însă, în casă, decât sume în limitele unor plafoane stabilite, de asemenea, prin reglementări legale.

În trecutul nu prea îndepărtat plata cu numerar nu presupunea un risc prea mare ca urmare a calităţii scăzute a falsurilor şi a detectării relativ uşoare a acestora. În condiţiile actuale, însă, acceptarea cash-ului a devenit o aventură riscantă. Falsurile monetare, în special a bancnotelor, au căpătat forme performante, fiind foarte greu de descoperit.

Dacă în trecut falsificatorii de bancnote mizau mai mult pe neatenţia oamenilor, acum ei se prezintă cu produse perfecţionate, care se apropie de original în proporţie de până la 99%, ajungând să afecteze circulaţia bănească şi în

special circulația valutară din toate țările. Peste 80% din falsurile monetare se operează asupra USD.

Deosebit de riscurile pe care le presupune, circulația cu numerar prezintă și dezavantajul față de circulația fără numerar că presupune costuri suplimentare cu confecționarea semnelor bănești, transportul, numărarea și asigurarea securității banilor.

12.5. Încasări și plăți fără numerar

Cunoașterea mijloacelor de plată prezintă importanță pentru agenții economici care vor acționa în direcția optimizării trezoreriei (gestiunea fluxurilor monetare) de o manieră care să reducă incertitudinea încasărilor, accelerarea încasărilor de la clienți și temporizarea în limite tolerabile a plăților către furnizori.

Mijloacele de plată fără numerar utilizate de agenții economici trebuie să răspundă cel mai bine unor criterii, precum rapiditatea și simplificarea operațiunilor, siguranța încasărilor și obținerea de garanții satisfăcătoare din partea plătitorilor, operativitatea în circuitul bancar al documentelor.

Mjloace de plată
- Tradiționale: cecul, cambia, biletul la ordin, viramentul, compensarea, cărți de credit
- Informatizate: compensarea informatizată; cambia, cecul și biletul la ordin cu bandă magnetică.

12.5.1. Cecul

Cecul este un instrument de plată (dar și un titlu de credit) cuprinzând ordinul dat de trăgător unei instituții financiare (tras) să plătească necondiționat o sumă de bani, la vedere, beneficiarului.

Caracteristicile cecului: acoperirea financiară și achitarea la vedere.

a) Acoperirea financiară a cecului se face dintr-un depozit bancar sau dintr-un credit acordat de tras, trăgătorului. Contractul de depozit sau de credit trebuie să fie perfectat înainte de emiterea cecului și să fie acoperitor pentru toate cecurile trase.

b) Cecul este plătibil la vedere, astfel: dacă este emis și plătibil în aceeași localitate trebuie prezentat la plată în 8 zile; cecurile emise, dar plătibile în altă localitate trebuie prezentate în termen de 25 de zile; cecurile emise în țări europene și plătibile în România trebuie prezentate în 30 de zile de la emitere; cecurile emise în alte țări decât în Europa trebuie prezentate în 90 de zile; cecurile emise

în România şi plătibile în alte ţări vor trebui prezentate la bancă în conformitate cu reglementările ţărilor respective.

Din punctul de vedere al beneficiarului, cecurile pot fi nominative sau la purtător. **Cecul nominativ** (girabil) se plăteşte unei anumite persoane cu clauză "la ordinul" sau fără această clauză; dacă n-are clauză cecul nu poate fi transmis prin gir. **Cecul la purtător** se plăteşte persoanei care-l prezintă băncii sau persoanei desemnate de beneficiarul iniţial. Transmisia este foarte simplă de la un purtător la altul, fără nici o formalitate.

12.5.1.1. Tipuri de cecuri

Cecurile pot fi de mai multe feluri: simplu, barat, certificat, circular, de călătorie, poştal.

- **Cecul simplu** sau obişnuit se utilizează pentru efectuări de viramente sau pentru eliberarea de numerar din bancă. Cecul de virament poate fi însoţit de clauze cum ar fi: "plătibil în cont" sau "numai pentru virament".

Pentru a-şi îndeplini efectiv rolul de instrument de plată, cecul trebuie să conţină informaţii tipărite de către bancă pe titlul însuşi, precum şi detalii pe care le înscrie trăgătorul.

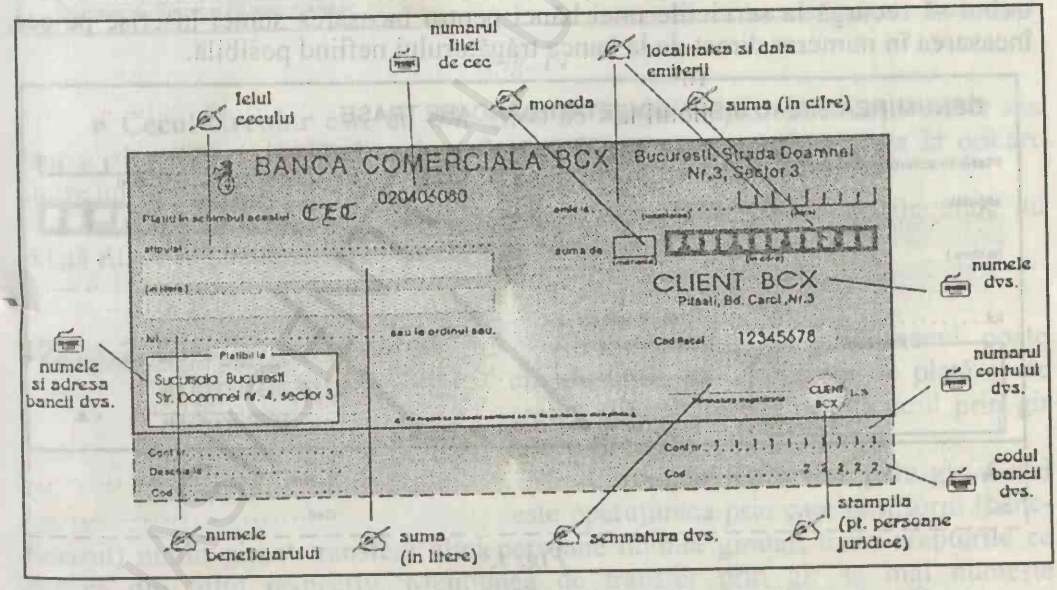


Fig. 11

Standardul de conţinut al cecului (faţa)

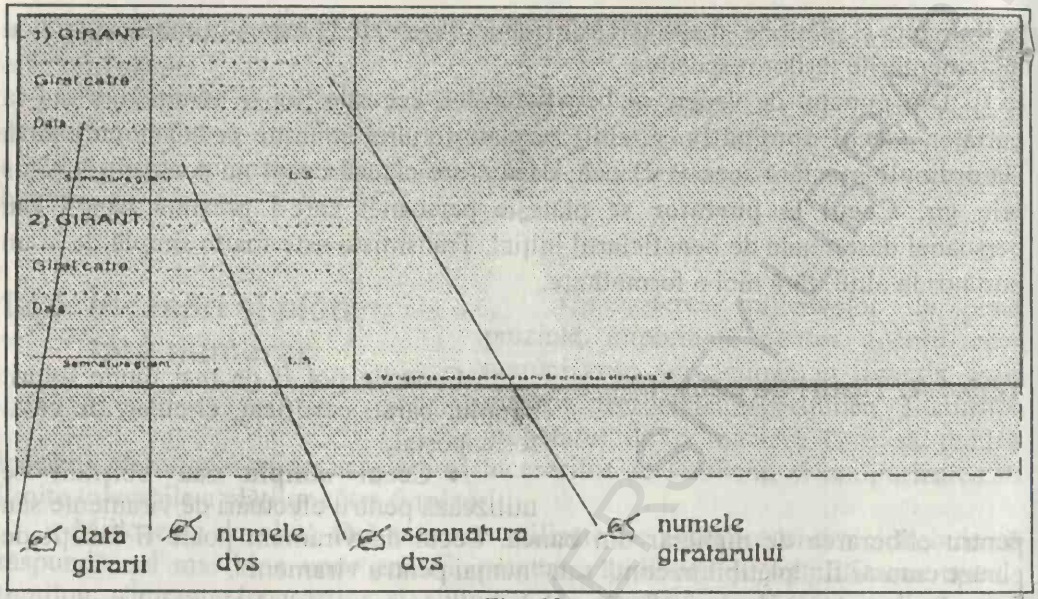


Fig. 12

Standardul de conținut al cecului (verso)

• **Cecul barat** este un cec obișnuit dar care este marcat prin două linii paralele pe fața cecului, orizontale sau oblice, ceea ce înseamnă că beneficiarul va trebui să recurgă la serviciile unei bănci pentru încasarea sumei înscrise pe cec, încasarea în numerar direct de la banca trăgătorului nefiind posibilă.

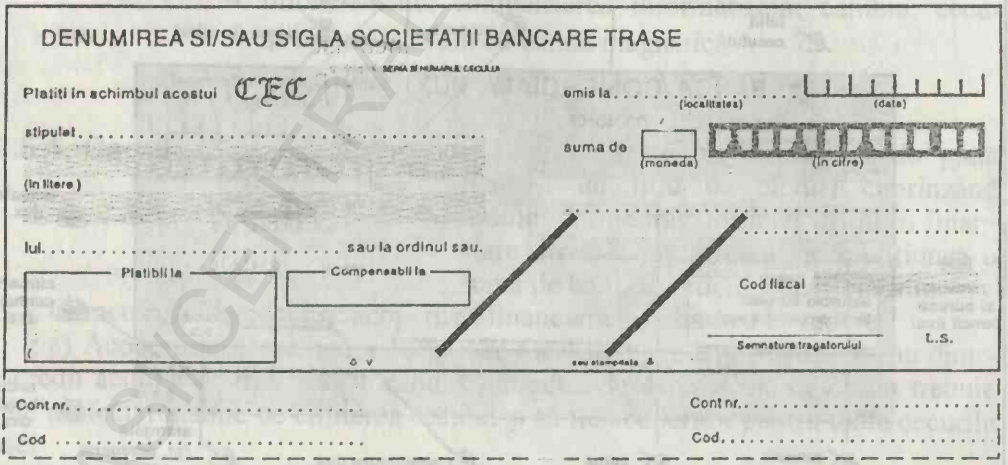


Fig. 13

• **Cecul certificat.** Banca la care are cont trăgătorul confirmă pe cec existența depozitului pentru onorarea cecului, blocând suma necesară. Certificarea poate fi cerută de trăgător, înaintea emiterii cecului, sau de unul din posesorii ulteriori (beneficiari). Trăgătorul nu mai poate retrage din cont suma destinată plății cecului înaintea termenului de prezentare.

• **Cecul de călătorie.** Se emite, de regulă, în sume fixe, de către o bancă, putând fi încasat de călător la o bancă străină, pentru acoperirea cheltuielilor de călătorie. Cecul poate fi exprimat fie în monedă naţională, fie în monedă străină.

Trăgătorul poate condiţiona plata acestuia de identitatea dintre semnătura persoanei care a primit cecul (posesorul) şi semnătura persoanei care încasează respectivul cec la prezentare. În fapt, posesorul depune o primă semnătură pe cec în momentul în care îl cumpără de la bancă; a doua semnătură o depune în momentul încasării, în prezenţa funcţionarului bancar de la ghişeul băncii plătitoare sau în momentul efectuării unei plăţi, în prezenţa beneficiarului. Acest tip de cec oferă un mijloc de plată uşor şi sigur.

Fig. 14

• **Cecul circular** este un titlu emis de bancă asupra subunităţilor sale sau asupra altor bănci, urmând ca beneficiarului să i se poată face plata la oricare dintre unităţile trecute în cec.

• **Cecul poştal** este destinat să faciliteze plăţile în localităţile unde nu există filiale ale băncii asupra căreia a fost tras cecul.

12.5.1.2. Girarea, avalizarea şi protestarea cecurilor

Între emitere şi plată cecul poate circula liber, ca instrument de plată şi de credit, schimbându-şi beneficiarul prin gir sau andosare.

Circulaţia cecurilor prin gir. Girul este operaţiunea prin care posesorul (beneficiarul) numit girant transferă altei persoane numite giratar, toate drepturile ce decurg din titlul respectiv. Menţiunea de transfer prin gir se mai numeşte andosare.

Girul poate fi de trei feluri: gir în plin, caracterizat prin faptul că trebuie să cuprindă semnătura girantului, data girării şi numele giratarului; gir în alb,

cuprinde numai semnătura girantului pe verso; gir la purtător, este similar cu cel în alb, dar cuprinde formula „plătiți purtătorului..."

Avalizarea cecurilor. Avalul este o garanție personală prin care avalistul garantează obligația asumată de trăgător sau girant (transmițător în procesul circulației cecurilor) pentru toată suma sau pentru o parte a acesteia.

O persoană obligată prin cec poate beneficia de mai multe avaluri fără ca între avaliști să existe o înțelegere. Fiecare din ei poate garanta pentru o anumită sumă. Avalul se înscrie pe cec cu formula cunoscută „pentru aval" sau "pentru garanție" urmată de semnătura avalistului.

Protestarea cecurilor. Plata cecurilor se refuză de bancă atunci când nu are acoperire financiară, în caz de pierdere sau furt. Dacă are acoperire parțială cecul va fi plătit numai până la concurența provizionului.

Neplata unui cec la prezentare, din lipsa acoperirii financiare, ocazionează pentru beneficiar emiterea unui protest de neplată, prin intermediul notariatului, căruia i se prezintă dovezile care atestă refuzul de plată. Cecul refuzat, pentru care s-a întocmit protest de neplată, dă dreptul beneficiarului să se îndrepte pe cale de regres împotriva diverșilor semnatari (giranți, avaliști) în vederea recuperării creanței.

12.5.1.3. Procesarea bancară a cecurilor

Plata cu cecuri lasă debitorului întreaga inițiativă a plății: ziua depunerii cecului la bancă, alegerea băncii unde se depune cecul etc. Circuitul posibil al cecului: trăgător - furnizor - banca furnizorului - operațiunea de compensare la banca furnizorului - banca debitorului – compensarea la banca debitorului - efectuarea plății către banca beneficiarului cecului.

Banca primitoare a cecului acceptă cecul ca instrument de plată în favoarea unui beneficiar al cărui cont îl administrează: creditează contul clientului său cu valoarea cecului și se preocupă de încasarea lui de la banca asupra căreia a fost tras cecul; banca plătitoare recuperează suma din contul clientului (prin debitare) și o transferă băncii primitoare.

Ambele bănci efectuează operațiuni de control, urmărind corectitudinea completării cecului de către trăgător, acoperirea financiară, semnătura și data emiterii, manifestând preocupare pentru protejarea intereselor plătitorului.

Zilnic, băncile vehiculează un număr foarte mare de cecuri. Pentru evitarea acestei mari circulații a cecurilor au luat ființă **camerele de compensare** unde se întâlnesc regulat reprezentanții băncilor, schimbând reciproc cecuri urmând ca, ulterior, să se deconteze cecurile per sold.

Dezvoltarea spectaculoasă a circulației cecurilor a determinat introducerea procedeelor electronice de manevrare. S-au introdus ordinatoare pentru gestionarea, încasarea și evidența cecurilor. Ordinatoarele servesc pentru ținerea evidenței conturilor clienților, dar și pentru contabilitatea băncilor. Ele se conectează la alte ordinatoare, prin rețeaua de telecomunicații, pentru transferarea și păstrarea

sumelor. Rezultatele au fost pe măsură, obţinându-se derularea operaţiunilor cu o foarte mare viteză, ajungând la 700 -1000 cecuri citite, triate şi înregistrate pe minut.

12.5.2. Cambia

Denumită în limbaj comercial şi tratată, cambia este un titlu de credit şi de plată susceptibil de a circula pe calea girului şi care reprezintă ordinul dat de o persoană numită trăgător, către o altă persoană numită tras, de a plăti o sumă, la scadenţa şi locul menţionate în titlul însuşi, unei a treia persoane numită beneficiar.

Elementele cambiei sunt:

- ⇒ Denumirea de Cambie înscrisă pe titlu;
- ⇒ Ordinul de a plăti o sumă de bani determinată;
- ⇒ Numele persoanei ce trebuie să plătească;
- ⇒ Scadenţa, care poate fi la vedere, la un anumit termen de la vedere, la un anumit termen de la data emiterii sau la o dată calendaristică certă;
- ⇒ Locul unde trebuie efectuată plata;
- ⇒ Numele beneficiarului;
- ⇒ Data şi locul emiterii;
- ⇒ Semnătura trăgătorului.

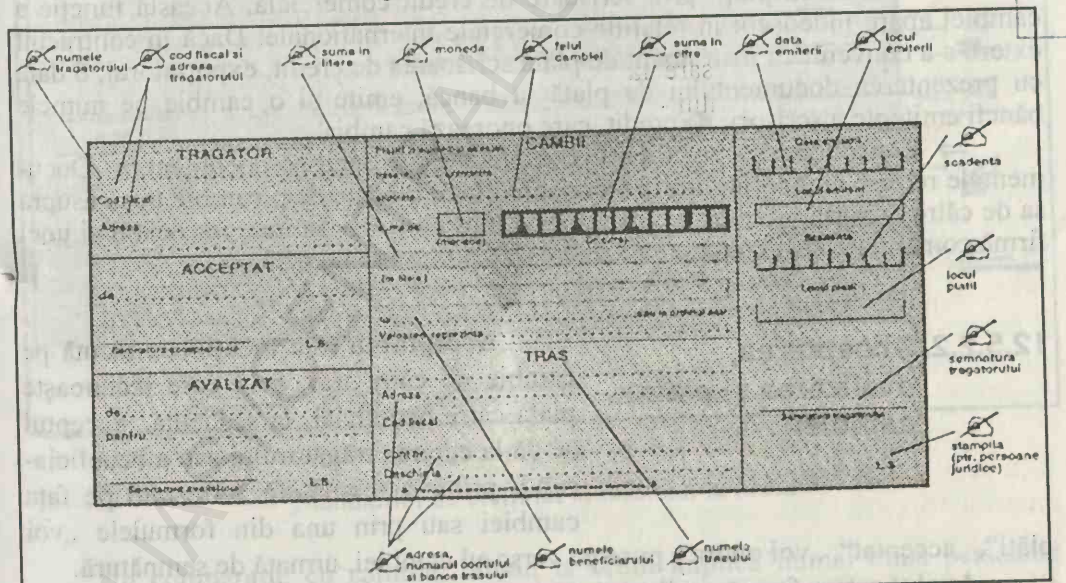


Fig. 15

Standardul de conţinut al cambiei

B.C.U. „MIHAI EMINESCU" IAŞI
STIINTE ECONOMICE
Facultatea de Economie si Administrarea A...
BIBLIOTECA

Spre deosebire de cec, la cambie trasul este o persoană fizică, un agent economic care, având o datorie către trăgător, este obligat de acesta să plătească unui terț (beneficiar).

12.5.2.1. Funcțiile cambiei

Cambia realizează următoarele patru funcții: garantarea vânzărilor pe credit, mobilizarea creditelor, realizarea plății prin scrisoare de credit comercială, consolidarea modalității de plată prin incasso-documentar.

⇒ Garantarea vânzărilor pe credit. Furnizorul emite cambii la valoarea mărfurilor vândute, pe numele clientului (tras), care urmează să plătească la scadență beneficiarului. Trasul obține avalizarea cambiei la banca sa comercială. La scadență, trăgătorul are certitudinea că în cazul neplății de către tras, cambia va fi onorată de către avalist. În acest context, cambia este un instrument de plată dar și de credit - vânzătorul neprimind imediat contravaloarea mărfurilor de la client. Furnizorul este creditor în relațiile cu trasul, dar debitor în relațiile cu beneficiarul cambiei.

⇒ Mobilizarea creditului. Beneficiarii cambiilor, dacă nu vor sau nu pot aștepta scadența, le pot sconta, cu atât mai mult dacă acestea sunt acceptate de tras și avalizate de o bancă. În acest fel se poate transforma o vânzare la termen într-una cash. Vânzătorii pe credit garantat cu cambii pot, astfel, transforma o creanță la termen în lichidități la vedere.

⇒ Realizarea plății prin scrisoare de credit comercială. Această funcție a cambiei apare îndeosebi în relațiile comerciale internaționale. Dacă în contractul extern s-a convenit ca instrument de plată scrisoarea de credit, exportatorul, o dată cu prezentarea documentului de plată la bancă, emite și o cambie pe numele băncii emitente a scrisorii de credit, care onorează cambia.

⇒ Consolidarea modalității de plată prin incasso-documentar. Documentele remise cumpărătorului extern spre plată, însoțite de o cambie trasă asupra sa de către exportator, capătă o garanție în plus că vor fi onorate întrucât nici unei firme comerciale nu-i convine să i se dreseze protest de neplată.

12.5.2.2. Acceptarea, avalizarea și plata cambiei

Acceptarea este mențiunea făcută pe cambie de către tras, prin care recunoaște plata către beneficiar, la scadență. Acceptul se dă la cererea trăgătorului sau a beneficiarului, printr-o semnătură a trasului pe fața cambiei sau prin una din formulele „voi plăti", „acceptat", „voi onora", puse pe verso-ul cambiei, urmată de semnătură.

Avalul este o formă suplimentară de garantare, prin care o persoană, numită avalist, garantează efectuarea plății pentru una din persoanele obligate prin cambie.

Aval pot da şi persoanele implicate în cambie, cu excepţia trăgătorului. De fiecare dată avalistul trebuie să precizeze persoana pe care o garantează.

Avalistul poate fi el însuşi garantat, prin aval, de către un co-avalist. În cea mai mare parte, în prezent, băncile sunt acelea care garantează prin aval, contra unui comision sau printr-o primă de acoperire a riscului.

Plata cambiei se face la scadenţă (maximum 2 zile lucrătoare după scadenţă), fie direct beneficiarului, fie prin compensare. După plată, urmează confirmarea plăţii, care se face prin menţiunea „Achitat" pusă pe cambie de către beneficiar şi semnătura acestuia. În această stare cambia se înmânează trasului şi procedura plăţii se consideră încheiată.

12.5.3. Biletul de ordin

Biletul de ordin este un titlu de credit şi de plată, susceptibil de a circula pe calea girului, cuprinzând angajamentul unei persoane (emitent) să plătească o sumă determinată, la data şi locul indicate în titlul însuşi, unei alte persoane numite beneficiar.

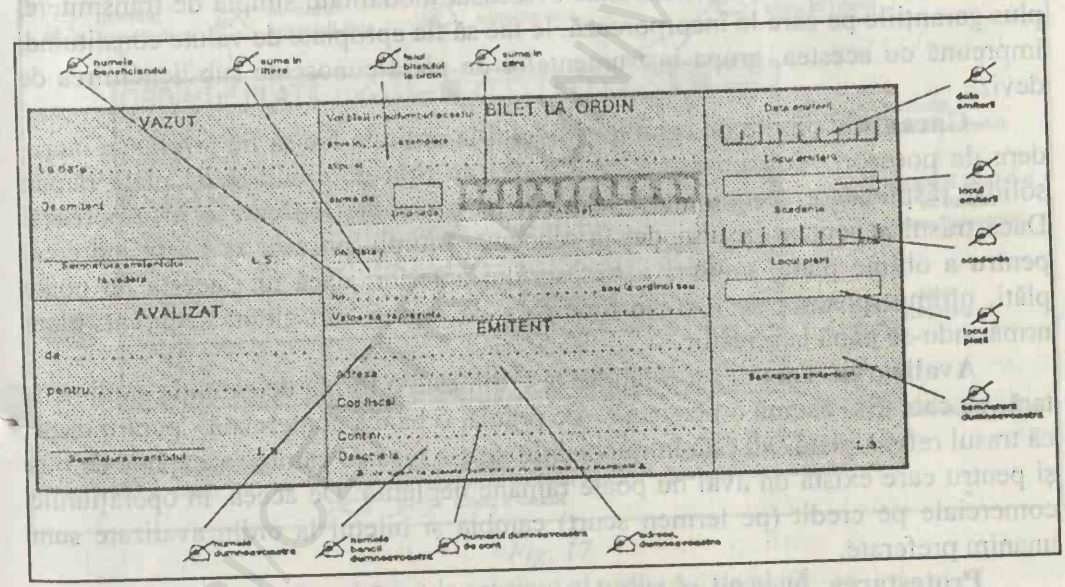


Fig. 16

Standardul de conţinut al biletului la ordin

În comparaţie cu cambia, biletul la ordin implică numai două persoane: emitentul şi beneficiarul. De asemenea, spre deosebire de cambie, biletul la ordin suprimă procedura de acceptare, întrucât este emis tocmai de cel care trebuie să plătească.

Beneficiarul unui bilet la ordin are posibilitatea să acționeze diferit, conform intereselor sale:

⇒ prezintă biletul la ordin emitentului spre avizare, dacă scadența este stabilită la un anumit termen de la vedere;
⇒ girează biletul la ordin în favoarea altei persoane (alt beneficiar);
⇒ scontează biletul la ordin, dacă nu are posibilitatea să aștepte până la scadență;
⇒ prezintă biletul la ordin emitentului, la scadență, spre încasare.

12.5.4. Reglementări comune cambiei și biletului la ordin

Există patru reglementări aplicabile, în egală măsură, cambiei și biletului la ordin: transmiterea, garantarea, avalizarea și protestarea.

Transmiterea titlurilor respective (circulația lor între emitere și scadență) se realizează cu minimum de formalități, care se reduc de fapt la înscrierea pe titlu a formulei girului „plătiți la ordinul....". Această modalitate simplă de transmitere, plus garanțiile pe care le încorporează, le fac să fie apropiate de valute constituind, împreună cu acestea, grupa instrumentelor de plată cunoscute sub denumirea de devize.

Garanțiile oferite de cambie și biletul la ordin le fac să fie privite cu încredere de posesori. Toți posesorii unui astfel de titlu de credit și de plată rămân solidar răspunzători pentru plata la scadență a creanței pe care o încorporează. Dacă trasul acceptant nu va plăti la scadență, ultimul posesor se poate îndrepta, pentru a obține plata, împotriva posesorului anterior; dacă nici acesta nu poate plăti, ultimul posesor se îndreaptă pe cale de regres, din girant în girant, plata urmărindu-se până la trăgător.

Avalizarea cambiei și biletului la ordin este o formă de garanție suplimentară, pe care și-o asumă o persoană - de regulă, o bancă comercială - pentru cazul că trasul refuză plata sau este în imposibilitate s-o facă. O cambie acceptată de tras și pentru care există un aval nu poate rămâne neplătită. De aceea, în operațiunile comerciale pe credit (pe termen scurt) cambia și biletul la ordin avalizate sunt unanim preferate.

Protestarea. În cazul că trasul sau emitentul refuză plata la scadență, posesorul unei cambii sau unui bilet la ordin solicită încheierea unui protest de neplată (constatare) autorității competente din țara sa (notariat), în termen de 2 zile lucrătoare de la scadență.

În urma acestui demers beneficiarul cambiei sau al biletului la ordin obține un titlu executoriu care îi permite să se adreseze, pe cale de regres, avalistului sau celorlalți posesori anteriori, până la trăgător sau emitent, printr-o simplă somație de plată.

Cambia şi biletul la ordin urmează un circuit identic cu cel al cecului. Diferenţa constă în faptul că biletul la ordin şi cambia sunt instrumente de plată la termen. Biletul la ordin comportă, obligatoriu, semnătura plătitorului (emitent), în timp ce cambia nu conţine semnătura plătitorului (tras) decât dacă este acceptată de acesta. În altă ordine de idei precizăm că biletul la ordin este un mijloc de plată din iniţiativa debitorului, în timp ce cambia este un mijloc de plată din iniţiativa creditorului.

12.5.5. Viramentul

În forma sa cea mai obişnuită, viramentul este ordinul dat de un client băncii sale de a transfera o sumă de bani din contul său în contul altui titular desemnat, în vederea stingerii unei obligaţii care decurge din contracte economice încheiate sau din lege. Instrumentul pe baza căruia se face decontarea este **ordinul de plată,** care poate fi emis pe suport hârtie sau pe suport magnetic.

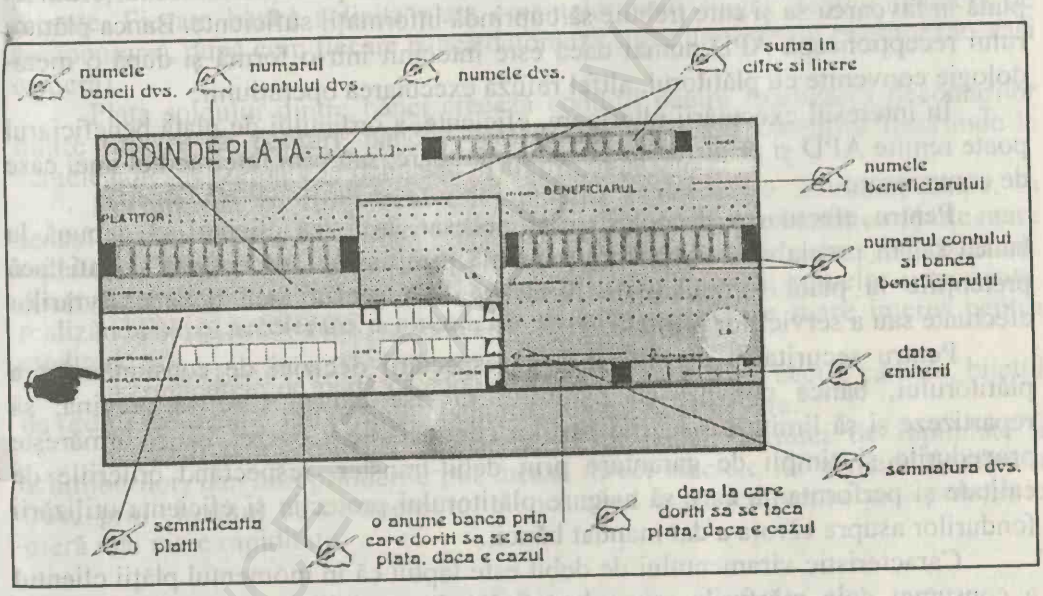


Fig. 17

Standardul de conţinut al ordinului de plată

Viramentul ⇒ de credit (credit-transfer)

Viramentul ⇒ de debit (debit-transfer)

Viramentul de credit. Plătitorul dă ordin băncii sale să plătească altui titular de cont. Banca preia suma din contul ordonatorului și o transferă în contul sau la banca beneficiarului. În acest din urmă caz, banca beneficiarului va înregistra suma în contul clientului său.

Viramentul de credit este o decontare din inițiativa plătitorului și, prin urmare, nu prezintă suficientă garanție pentru beneficiar întrucât plătitorul, la data plății, ar putea să nu aibă disponibil în cont, să amâne plata, sau chiar să refuze s-o facă.

Viramentul de debit este o decontare în care inițiativa plății o are beneficiarul. Pe baza contractului economic și de plăți încheiat cu clientul, furnizorul depune la bancă un aviz de prelevare directă (A.P.D) prin care solicită de a i se vira în cont o sumă de bani reprezentând contravaloarea livrărilor efectuate sau serviciilor prestate. Alăturat, furnizorul depune și documentația necesară (factura) care atestă îndeplinirea obligațiilor contractuale ce i-au revenit.

Avizul de prelevare directă nu este un instrument de plată, ci o solicitare a beneficiarului plății pentru efectuarea de către banca plătitorului a unui ordin de plată în favoarea sa și care trebuie să cuprindă informații suficiente. Banca plătitorului recepționează APD numai dacă este întocmit într-o formă și după o metodologie convenite cu plătitorul, altfel refuză executarea operațiunii.

În interesul executării ulterioare, eficiente, a ordinului de plată beneficiarul poate remite APD și printr-un terț băncii plătitoare, sau prin intermediul unei case de compensare.

Pentru efectuarea decontării este necesar, însă, ca clientul să depună la banca sa, în prealabil, o dispoziție generală prin care o autorizează să satisfacă pretențiile la plată formulate de furnizor, dacă acesta face dovada livrărilor efectuate sau a serviciilor prestate.

Pentru securitatea decontării și a respectării deciziei de consimțământ a plătitorului, banca convine cu plătitorul diverse clauze care să prevină, să repartizeze și să limiteze riscurile părților contractante. Concret, banca urmărește procedurile și timpii de garantare prin debit-transfer, respectând criteriile de calitate și performanță care să asigure plătitorului protecție și eficiența utilizării fondurilor asupra cărora a dat mandat băncii.

Caracteristic viramentului de debit este faptul că în momentul plății clientul a consumat deja mărfurile sau a beneficiat de serviciile contractate, ele fiind cuantificate și evaluate după sisteme standard. Este cazul livrărilor de apă, energie electrică, servicii telefonice etc. care, în momentul citirii contorului, sunt deja consumate de către plătitor.

Viramentul de debit prezintă mai multă siguranță pentru furnizor, în sensul că clientul nu mai poate refuza plata. Rămâne însă incertitudinea pentru furnizor sub aspectul capacității de plată a clientului în momentul decontării, în sensul că banca va efectua virarea numai dacă există disponibil în contul clientului.

12.5.6. Compensarea

Compensarea este un sistem de lichidare de creanţe, prin concentrarea datoriilor şi obligaţiilor unui debitor sau creditor, în urma căreia se obţine soldul (debitor sau creditor).. Compensarea are loc între bănci în situaţia că clienţii lor au conturi deschise la bănci diferite, urmărindu-se simplificarea transferurilor băneşti încrucişate, cu consecinţe favorabile asupra economiei de timp şi de cheltuieli ocazionate de decontări.

Fiecare din băncile participante la compensare inventariază relaţiile de plăţi reciproce cu fiecare bancă, apoi, prin însumare şi compensare, se stabileşte soldul operaţiunilor reciproce cu celelalte bănci.

Compensarea poate fi **bilaterală,** atunci când la operaţiune iau parte două bănci, şi **multilaterală,** când în operaţiune se includ toate băncile cuprinse într-un sistem. Cu cât compensarea are loc între un număr mai mare de bănci, cu atât este mai eficientă (are un grad ridicat de compensare), ceea ce asigură operativitate în derularea plăţilor în economie.

Operaţiunea de compensare se realizează prin intermediul camerei de compensare, unde se întâlnesc zilnic reprezentanţii băncilor spre a schimba reciproc creanţe. Fiecare bancă solicită plata creanţelor unui singur debitor (camera de compensare), după cum fiecare bancă datorează sume unui singur creditor (aceeaşi cameră).

Plata soldului dintre bănci creează condiţii pentru finalizarea decontărilor dintre titularii de conturi, băncile care le administrează conturile înscriindu-le sumele corespunzătoare în debit sau în credit, după caz.

Decontarea în timp real este, practic, o decontare antecompensare, în sensul că transferurile în conturile clienţilor se fac de fiecare bancă cu foarte mare rapiditate, urmând ca ulterior să se facă reglarea şi compensarea interbancară. Asemenea decontări "în timp util" au loc mai ales în cazul sumelor importante, realizându-se o accelerare a circuitelor de plăţi, aspect de mare interes pentru creditori.

Instrumentele de plată ca suport al compensării sunt: cecul, cambia, biletul de ordin, viramentul din ordinul clientului, avizul de prelevare.

Sistemul compensărilor răspunde, în principal, cerinţei de rapiditate a schimburilor, dar întreprinderile pot încasa direct efectele lor comerciale, fără a trece prin circuitul de compensare, atunci când consideră că această soluţie le oferă mai mare rapiditate.

12.5.7. Cărţile de credit (carduri)

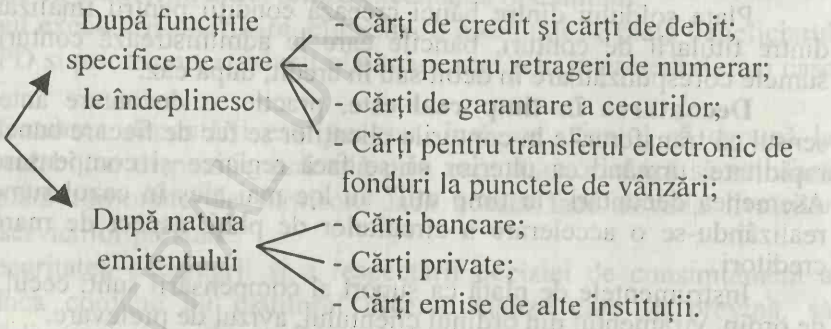
Cărţile de credit, numite şi cărţi de plată sau mai scurt carduri sunt instrumente de plată fără numerar, bazate pe un sistem electronic, prin care un posesor autorizat poate achita contravaloarea mărfurilor sau serviciilor unor furnizori sau prestatori abilitaţi. Emiterea şi utilizarea cardurilor sunt aşezate pe baze contractuale, la care participă trei părţi: emitentul cărţilor de credit (bancă, întreprinderi mari, instituţii); posesorul sau utilizatorul cărţilor de credit (persoane private); unităţile

care furnizează mărfuri și servicii (societăți comerciale pe acțiuni sau întreprinderi unipersonale) care acceptă la plată asemenea instrumente.

Cardurile sunt instrumente de plată avantajoase, asigurând o mare operativitate (rapiditate) plăților, economie de timp și de cheltuieli cu transportul și numărarea banilor, precum și o mare securitate a depozitelor și operațiunilor, motive întemeiate pentru care în multe țări utilizarea lor a luat o mare dezvoltare. Drept inconveniente ale utilizării unor asemenea instrumente menționăm limitarea lor doar la raporturile cu întreprinderile dispuse să le accepte la plată.

Sub aspect constructiv, cărțile de credit sunt de două feluri: **cărți magnetice**, emise de bănci sau societăți comerciale mari, sunt confecționate din material plastic și cuprind date distinctive, precum: numărul cărții, numele posesorului, denumirea și simbolul emitentului, data expirării, o bandă magnetică și un panel de semnături, marca pentru identificarea tipului de carte; **cărți cu microprocesor**, denumite și cărți inteligente sau cu circuite integrate, care prezintă avantaje majore mai ales cu privire la securitatea ce o oferă, controlul în momentul plății este mai fiabil, iar falsificarea aproape imposibilă.

Clasificăm cărțile de credit în felul următor:



Cartea de credit este un instrument de plată care confirmă că posesorului i-a fost deschisă o linie de credit, pentru o anumită perioadă, pe baza căreia poate face plăți sau retrageri de numerar până la un plafon stabilit. Creditul este pe termen scurt (până la câteva săptămâni) și este nepurtător de dobândă sau pe termen lung în care caz este oneros. Cartea de credit permite utilizatorului de a efectua plăți înainte de a face prima depunere în cont.

Cartea de debit este, de asemenea, un instrument de plată pentru achiziționări de mărfuri sau servicii, cu deosebirea că utilizatorul a efectuat în prealabil depunerea în contul său personal de la bancă, iar operațiunile se evidențiază prin debitarea directă a contului respectiv.

Cartea pentru retrageri de numerar nu vizează plăţi de mărfuri sau servicii, ci numai operaţiuni băneşti. Prin intermediul acestui tip de card se poate depune sau retrage numerar prin distribuitoare automate de bilete de bancă, operaţiuni care se reflectă direct în creditul sau debitul contului personal al utilizatorului.

Cărţi de garantare a cecurilor servesc pentru acoperirea financiară a cecurilor emise de utilizatorul cardului. Totuşi, aceste cărţi pot fi utilizate şi în aceleaşi scopuri precum cărţile enunţate mai sus, adică drept cărţi de credit, de debit sau pentru retrageri de numerar.

Cărţi multifuncţionale - au funcţii mixte şi facilităţi sporite, derivând din celelalte tipuri de cărţi.

12.5.7.1. Cărţi bancare

Cărţile emise de bănci au luat o foarte mare dezvoltare pe plan mondial, motiv pentru care au condus treptat la interbancarizare, adică unirea mai multor bănci care, împreună, emit astfel de instrumente de plată, valabile la oricare din aceste bănci şi la toţi aderenţii acestora. Procesul de interbancarizare are consecinţe favorabile sub aspectul scăderii cheltuielilor de exploatare ale băncilor, al confortului utilizatorilor care pot folosi larg cardurile la un număr mare de întreprinderi care le acceptă la plată, precum şi asupra gradului de securitate.

Cardurile bancare pot fi: pentru retrageri de numerar, carduri naţionale, carduri internaţionale sau carduri internaţionale de prestigiu.

Cardurile pentru retrageri de numerar pot fi, la rândul lor, de două niveluri: carduri bancare de nivel zero, care dau dreptul la servicii oferite numai de instituţiile emitente (fără acorduri interbancare) şi carduri bancare de nivel unu, care permit accesul la reţeaua interbancară.

Cardurile naţionale, denumite şi carduri de nivel doi, sunt administrate prin acorduri interbancare şi au dispoziţii comune. Asemenea carduri permit utilizatorului retrageri de numerar prin distribuitoare aflate pe teritoriul naţional, precum şi plăţi către societăţi comerciale. Contul posesorului se debitează, fie după fiecare operaţiune, fie lunar sau la alte termene.

Cardurile internaţionale, denumite de nivel trei, funcţionează ca şi cele de nivel doi, dar se pot extinde şi pentru străinătate. Există, în prezent, două mari reţele internaţionale: reţeaua Visa şi reţeaua Eurocard-Mastercard.

Sistemul sau reţeaua Visa (Asociaţia pentru servicii internaţionale) este cea mai amplă reţea de plăţi şi compensaţii internaţionale, apreciată sub aspectul numărului membrilor asociaţi şi de proprietari ai reţelei.

Rețeaua Visa funcționează nonstop, 24 de ore pe zi. Activitățile Visa sunt grupate pe cinci regiuni mondiale, România aflându-se în zona Europa centrală și Africa de Est. Sistemul Visa dispune de o rețea electronică tip video, care operează în întreaga lume, având puncte de legătură cu calculatoarele țărilor membre[1].

Sistemul Internațional Eurocard este o organizație internațională în care cooperează Franța, Germania, Anglia și SUA, asociate sistemului american Mastercard, motiv pentru care este denumit Eurocard Mastercard International.

Cardurile emise sunt acceptate în 170 de țări[2]. În cadrul acestui sistem funcționează un centru de compensare (operațiuni zilnice de compensare) care transmite la centrele naționale soldurile nete compensate în moneda națională care, apoi, se operează pe plan național în conturile clienților, ale firmelor sau ale băncilor.

Ambele rețele oferă servicii și garanții comune, cardurile internaționale fiind mai avantajoase decât cele naționale. Visa oferă, în plus, atât debitări rapide, cât și debitări ulterioare. Rețeaua Eurocard Mastercard oferă însă și servicii de asistență medicală, precum și rezervări la mari hoteluri.

Dezvoltarea vertiginoasă a cardurilor are însă mari perspective, întrucât în prezent, pe plan mondial, tranzacțiile cu numerar reprezintă 95%.

Rețelele internaționale, ca și cele naționale, încearcă să lupte împotriva mentalității banilor lichizi și asta, în primul rând, prin calitatea serviciilor. Spre exemplu, timpul mediu de autorizare a plății la automatele Băncii Comerciale Române este de 7 secunde. Un om de afaceri aflat la București, cu cont la o bancă din Sidney, va realiza plata în 10 secunde, din momentul când se transmite informația către banca emitentă a cardului.

Sistemul Eurocheque International, creat la Bruxelles în 1968, este o formă de cooperare care să înlocuiască numeroasele convenții bilaterale ale băncilor europene. Practic, este o companie privată la care participă bănci și alte instituții financiare din 19 țări. În anul 1992 are loc fuziunea dintre Eurocheque International și Eurocard International rezultând Europay care acoperă 71% din piața cardurilor de debit din Europa și 59% din piața cardurilor de debit și credit.

Europay a trecut la înnoirea tranzacțiilor cu plăți prin carduri, creând rețeaua EPS-Net, o rețea privată care echivalează informații despre tranzacțiile privitoare

---

[1] Date din anul 1996 arată că rețeaua Visa era formată din peste 20000 de instituții bancare membre, care au eliberat 500 milioane de cărți de credit acceptate în peste 13 milioane de puncte de livrări și servicii din 187 de țări. Din cele peste 20.000 de bănci, 9 sunt din România.

[2] Pentru anul 1996, numărul deținătorilor de carduri era de 23 milioane în Europa și 163 milioane în total; numărul de firme aderente era de 2,3 milioane în Europa și 9,4 milioane în total; volumul tranzacțiilor a fost de 47 miliarde dolari în Europa și 160 miliarde în întreaga lume.

la cărţile de plată personale (Eurocard Mastercard) prin intermediul băncilor şi altor instituţii financiare. Europay, cu sediul la Waterloo (Belgia) dispune de 150 sisteme de procesare locale, denumite module Europay, repartizate în 37 de ţări.

Recent, Europay a dezvoltat serviciul Super-Com, care este un sistem pentru gestionarea electronică de documente: scanează documentele referitoare la tranzacţii şi permite ca sistemul de rezolvare a solicitărilor deţinătorilor de carduri să devină mai rapid şi mai precis. Super-Com funcţionează pe noua infrastructură EPS-Net, ceea ce este de natură să conducă la reducerea costurilor, în condiţiile îmbunătăţirii gradului de satisfacere a necesităţilor clienţilor.

12.5.7.2. Cărţi private

Cărţile de plată private sunt emise de mari distribuitori (magazine) cunoscute de clientelă, care deţin un segment important al pieţei, dar şi de unităţi comerciale de talie mijlocie. Caracteristic acestor carduri este acceptarea lor la plată de către o singură firmă (emitent) sau de un grup de firme. Obiectivul principal urmărit de emitent este păstrarea şi fidelitatea clientelei.

Cărţile private tind să fie la fel de practice ca şi cărţile bancare pentru a seduce consumatorii şi a învinge concurenţa. Prin intermediul lor se urmăreşte dinamizarea vânzărilor, stabilirea unor relaţii continue şi directe cu clientela, promovarea unor servicii rapide, precum şi stimularea cumpărărilor, prin utilizarea unor preţuri promoţionale, prin acordarea de facilităţi de plată sau prin credit.

Prin intermediul cardurilor private plata se poate face, fie din disponibilităţile din conturi bancare ale clienţilor, prin debitare rapidă sau ulterioară, fie dintr-un credit acordat clientului sub forma unui plafon sau altă formă suplă de creditare. Cardurile emise de marile firme comerciale pot fi utilizate chiar şi pentru retrageri de numerar, ceea ce reprezintă un alt avantaj utilizatorilor. De asemenea, prin intermediul acestor carduri pot fi achitate primele de asigurare pentru bunuri, asigurări auto, servicii personalizate sau se pot acorda reduceri, remize de fidelitate etc.

12.5.7.3. Cărţi de credit emise de alte instituţii

În afara băncilor şi a firmelor private, cărţi de plată mai pot emite diverse instituţii internaţionale specializate, companii de transport şi telecomunicaţii, companii de închiriere auto, cluburi etc.

Cardurile de acest tip sunt diferite ca obiective, întrebuinţări şi cost. Prezentăm, în continuare, câteva tipuri de cărţi de plată emise de alte instituţii:

- Cărţile de plată sau de credit de largă acceptabilitate se caracterizează prin faptul că pot fi asimilate cărţilor bancare. Ele oferă o gamă largă de servicii, un tratament privilegiat utilizatorului, conferindu-i un anumit prestigiu, un semn de distincţie socială, primiri privilegiate etc.

În afara funcţiei de mijloc de plată, cardurile de largă acceptabilitate se mai folosesc pentru retragere de numerar, fiind agreate de toate băncile, pentru

asigurarea gratuită și automată a călătoriilor, pentru asigurări medicale, rezervări hoteliere etc.

- Cărțile de plată selective oferă posibilități de plată pe lângă un număr redus de puncte de vânzare.
- Cărțile de abonament au o utilizare specifică și o clientelă redusă. Se emit de companii de transport rutier, aerian etc. și conferă anumite gratuități, reduceri sau priorități.
- Cărțile de identificare sunt emise de firme care au ca obiect al activității închirieri auto, agenții de turism, hoteluri, cluburi sau organizații profesionale și permit plata serviciilor oferite utilizatorilor.

12.5.7.4. Utilizarea cărților de credit prin Internet

Internet, ca formă de comunicare diversă între persoane fizice, întreprinderi sau instituții aflate în locuri diferite, nu se rezumă doar la un schimb de mesaje, ci reprezintă realmente o cale de promovare a comerțului electronic, marketingului interactiv, tranzacțiilor bancare, bursiere etc.

Asistăm, în ultimii ani, la o dezvoltare extraordinară a utilizării rețelei Internet pentru furnizorii de mărfuri, servicii sau informații. Cea mai mare parte a rețelei, însă, vizează sfera comercială, atât în sensul tranzacțiilor de vânzare, cât și în activitatea de marketing on-line, prezentarea produselor către clienți, date statistice despre clienți, inclusiv despre efectuarea plăților în care sistemul electronic al cărților de credit capătă o amploare tot mai mare.

Cărțile de credit reprezintă unul dintre cele mai utilizate produse bancare pentru tranzacțiile prin Internet, punând la dispoziția utilizatorilor posibilitatea vizualizării extraselor de cont, informații cu privire la cel mai avantajos mod de fructificare a economiilor sau oferind diverse alte servicii.

Avantajele comunicării cu banca prin intermediul Internet-ului sunt evidente atât pentru bancă, cât și pentru clienții săi. Tranzacțiile prin Internet oferă avantajul rapidității și securității transferurilor băneşti, un cost scăzut, accesibilitatea și posibilitatea comparației între mai multe oferte în același domeniu, precum și un confort sporit utilizatorilor.

12.6. Capacitatea de plată a agenților economici

Capacitatea de plată exprimă posibilitățile unităților economice de a face față plăților scadente față de furnizori, personalul angajat, bănci, bugetul statului, bugetul asigurărilor sociale etc.

Capacitatea de plată se referă la raportul dintre o anumită parte a activelor (active lichide sau lichidități primare) și obligațiile de plată scadente. Prin urmare, capacitatea de plată nu vizează nici

toate activele, nici toate pasivele întreprinderii, ci numai activele lichide şi pasivele exigibile.

Capacitatea de plată este, practic, o formă specifică a echilibrului valoric în cadrul autogestiunii economico-financiare. Ea exprimă o stare de proporţionalitate între procesele materiale şi cele băneşti şi presupune concordanţa dintre mijloacele băneşti libere pentru cumpărări de mărfuri şi servicii, pe de o parte, şi obligaţiile de plată rezultate din achiziţii de mărfuri, servicii etc., pe de altă parte.

În accepţiunea generală capacitatea de plată este o stare de concordanţă (echilibru) între cererea şi oferta emanate de la întreprindere. **Din punct de vedere static** capacitatea de plată este dată de echilibrul dintre mijloacele de plată disponibile la un moment dat şi obligaţiile de plată exigibile la aceeaşi dată; **sub aspect dinamic**, capacitatea de plată este dată de echilibrul dintre fluxurile monetare pozitive şi negative, adică dintre încasări şi plăţi.

Capacitatea de plată este un rezultat al unei activităţi bune desfăşurate de întreprindere pe linia aprovizionărilor raţionale cu mărfuri, materii prime etc., pe linia producţiei şi desfacerii, angajării unui personal calificat, a încasării creanţelor şi evitării imobilizărilor. Capacitatea de plată este corespunzătoare atunci când disponibilităţile băneşti proprii şi împrumutate acoperă plăţile exigibile. Ea se obţine pe baza corelării termenelor de plată cu termenele de realizare a mărfurilor, de încasare a debitorilor şi altor creanţe.

Capacitatea de plată este, în final, expresia vitalităţii unei firme, expresia cea mai semnificativă cea mai vizibilă. Fiecare unitate economică trebuie să-şi dimensioneze pretenţiile, la resursele băneşti, materiale şi umane de care dispune, adică în funcţie de posibilitatea asigurării echivalentului bănesc pentru stingerea obligaţiilor faţă de terţi. În economia de piaţă cine nu plăteşte nu trăieşte. Falimentul reprezintă un act de igienă economică; el elimină din competiţie pe cei neeficienţi, neviabili, neutili, neabilitaţi, răsfrângându-se favorabil asupra celorlalţi agenţi economici, în sensul micşorării riscului pentru aceştia.

Falimentul este expresia incapacităţii şi imposturii celor ce-şi arogă calitatea de agent economic. Piaţa elimină pe cei inapţi, consolidând, astfel, relaţiile economice dintre cei apţi.

12.6.1. Comportamente obligatorii pentru menţinerea capacităţii de plată

În vederea menţinerii capacităţii de plată unităţile economice trebuie să procedeze la angajarea de comenzi de mărfuri sau servicii numai pe măsura posibilităţilor de plată de care dispun. Pentru evitarea efectelor unor conjuncturi nefavorabile este necesară menţinerea lichidă sau uşor lichidă a unei părţi a activelor, în funcţie de pretenţiile posibile ale furnizorilor, creditorilor etc.

Concomitent, asigurarea unor resurse atrase care să acopere, pe cât posibil, livrările proprii neîncasate (soldul contului clienților ≤ cu soldul contului furnizori) nu poate fi decât benefică. Un rol însemnat pe linia unei capacități de plată permanente îl are corelarea termenelor de plată cu cele de încasare, care să conducă la o trezorerie pozitivă.

În ultimă instanță însă, factorul cel mai important pentru menținerea capacității de plată îl constituie dezvoltarea unei activități eficiente, urmărirea și realizarea unei rate a rentabilității superioare ratei dobânzii de pe piața financiară, dobândirea unor piețe de aprovizionare convenabile și a unor debușee de desfacere constante, practicarea unor prețuri competitive, preocuparea pentru modernizarea procesului economic și de introducere a unor produse noi, preocuparea pentru creșterea economică.

Între capacitatea de plată și echilibrul financiar al unităților economice există o strânsă legătură. Echilibrul financiar, exprimat prin bugetul de venituri și cheltuieli, constituie o premisă a capacității de plată, dar nu implică automat capacitatea de plată întrucât aceasta din urmă poate fi influențată de unii factori specifici, precum regimul plăților, gradul de acumulare pentru autofinanțare, stabilitatea prețurilor și a puterii de cumpărare a monedei.

În sens invers, capacitatea de plată este o componentă a echilibrului financiar, întrucât capacitatea de plată presupune existența mijloacelor bănești necesare pentru desfășurarea fluxurilor financiare pozitive și negative prevăzute în balanța de venituri și cheltuieli, care concură la starea de echilibru.

12.7. Lichiditatea financiară a agenților economici

Lichiditatea financiară reprezintă capacitatea întreprinderilor de a transforma în bani activele de care dispun, respectiv posibilitatea de a mobiliza activele prin transformarea lor în bani, în scopul asigurării unui circuit normal al fondurilor și realizarea unei activități eficiente.

Lichiditatea este o caracteristică a activelor nemonetare de a se transforma în bani, prin vânzare. Ea are un caracter mai general și privește mărimea și structura activelor mobilizabile, mai greu sau mai ușor.

Într-o abordare de ansamblu lichiditatea financiară poate fi comensurată indirect, prin unii indicatori, cum ar fi: mărimea pieței - direct proporțional, în sensul că o piață mare are o influența favorabilă asupra lichidității; termenul de mobilizare – invers proporțional, întrucât cu cât termenul este mai lung, lichiditatea este mai mică; modul în care circulă activele – prin vânzare/cumpărare, prin gir, prin cesiune etc.

Din acest punct de vedere putem întâlni trei grade de lichiditate financiară:

⇒ lichiditatea primară sau perfectă, formată din active sub forma mijloacelor băneşti în cont, în casă, plafoane de credit disponibile;

⇒ lichiditatea secundară, formată din stocuri de mărfuri vandabile, produse cu desfacere asigurată, creanţe uşor mobilizabile;

⇒ lichiditatea terţiară, constituită pe seama producţiei neterminate, a stocurilor peste necesar ce pot fi valorificate, creanţe cu scadenţe îndepărtate, stocuri de mărfuri greu vandabile, mărfuri refuzate de clienţi ca urmare a calităţii necorespunzătoare etc. Mijloacele fixe n-au nici un grad de lichiditate, ele nefiind destinate vânzării.

În principiu, lichiditatea financiară este cu atât mai bună cu cât lichiditatea primară este mai bună, însă nu totdeauna lichiditatea primară foarte mare reprezintă un avantaj pentru întreprindere. Întreprinderea n-are interesul să-şi menţină toate activele sale sub forma banilor în casă sau în cont, întrucât această situaţie nu-i poate aduce o rentabilitate corespunzătoare. Dimpotrivă, important este ca cea mai mare parte a activelor să aibă lichiditate secundară, respectiv mărfuri şi produse ce pot fi vândute, pentru ca prin preţ să obţină beneficul optim.

Un grad de lichiditate medie poate fi exprimat sub forma raportului dintre lichidităţile primare şi total active băneşti (capital bănesc) din întreprindere. Raportul poate căpăta valori care să oscileze între zero şi unu: are valoarea zero, când toate activele sunt capital bănesc şi valoare unu, când toate activele sunt bani lichizi.

Testarea gradului de lichiditate financiară a unui agent economic se efectuează, în principal, de către bănci atunci când se decide asupra creditelor ce pot fi acordate acestuia.

Analiza stării de lichiditate a unui agent economic se poate efectua prin studiul detaliat al unor indicatori care marchează gradul de lichiditate a activelor sau gradul de exigibilitate a datoriilor din pasiv.

12.7.1. Metoda coeficienţilor în analiza lichidităţii financiare

Utilizarea coeficienţilor (ratelor) în analiza financiară urmăreşte constatarea situaţiei financiare la un moment dat, permiţând apoi concluzii asupra evoluţiei lor în dinamică sau spaţial (între întreprinderi).

Coeficienţi de lichiditate financiară:

- de structură:
  - ⇒ fondul de rulment;
  - ⇒ coeficienţi de lichiditate pe termen scurt;
  - ⇒ coeficienţi de îndatorare;
- de gestiune
  - ⇒ viteza de rotaţie în zile;
  - ⇒ viteza de rotaţie în număr de circuite.

12.7.1.1. Coeficienții de structură

Coeficienții de structură caracterizează situația economico-financiară a societăților comerciale pe baza datelor bilanțiere.

• Fondul de rulment se mai numește și coeficientul de finanțare a imobilizărilor și exprimă gradul de lichiditate financiară a unei firme. Ca parte a capitalului permanent, fondul de rulment este destinat finanțării activelor circulante întrucât, cantitativ, este partea care depășește nevoile de finanțare ale activelor imobilizate.

Fondul de rulment = Capital permanent - Active imobilizate

Cu cât fondul de rulment este mai mare, cu atât crește gradul de lichiditate financiară, de aceea el este un indicator sintetic de analiză a lichidității exprimând regula finanțării minime.

Fondul de rulment ca mărime absolută, dimensionat după formula de mai sus, nu are o expresivitate economică satisfăcătoare întrucât nu arată gradul de acoperire a activelor circulante. De aceea, pe lângă dimensionarea în mărime absolută se folosește, cu rezultate bune, și metoda coeficienților, raportând capitalul permanent la activele imobilizate

$$\text{Fondul de rulment} = \frac{CP}{A_i} = \frac{\text{Capital propriu} + \text{datorii la termen}}{\text{Active imobilizate}}$$

Fondul de rulment, ca indicator de echilibru financiar, se mai numește indicatorul de finanțare a imobilizărilor sau indicatorul imobilizării capitalurilor și face legătura între conturile de activ și cele de pasiv, creând posibilitatea de analiză a exigibilității pasivului în raport cu lichiditatea activelor și permițând aprecieri privind a doua regulă a echilibrului financiar conform căreia imobilizările trebuie să fie finanțate din capital permanent.

Dacă rezultatul raportului este mai mare decât unu, rezultă un fond de rulment net pozitiv, care reprezintă un semn favorabil asupra echilibrului financiar al întreprinderii, în sensul că este pregătită să facă față oricăror exigențe ale datoriilor pe termen scurt. Dacă rezultatul raportului este egal cu unu, rezultă un fond de rulment net neutru, adică întreprinderea nu dispune de fond de rulment, deși momentan situația economico-financiară este echilibrată. Dacă rezultatul raportului este mai mic decât unu, rezultă un fond de rulment net negativ, care desemnează dificultăți previzibile sub aspectul lichidității și echilibrului financiar.

• Coeficienții de lichiditate pe termen scurt se pot calcula în trei variante, fiecare având un anumit grad de expresivitate economică:

$$(1) \quad \text{Indicatorul de lichiditate generală} = \frac{\text{Active circulante } (A_c)}{\text{Datorii pe termen scurt } (R_t)}$$

Acest indicator permite a se verifica dacă capitalul utilizat pentru finanţarea unei valori din activ va rămâne la dispoziţia întreprinderii pe o perioadă cel puţin egală cu durata acestui activ, supunându-se astfel regulii tradiţionale a echilibrului financiar minim. Disponibilităţile întreprinderii care permit rambursarea datoriilor pe termen scurt sunt reprezentate de mărimea activelor circulante.

Dar nu toate activele circulante de la numărătorul fracţiei pot fi suficient de lichide în sensul, spre exemplu, că unele stocuri pot fi nevandabile sau greu vandabile, ceea ce ar face ca indicatorul de lichiditate generală să nu mai fie expresiv din punct de vedere economic. De aceea, prin eliminarea valorii stocurilor de la numărător (incerte sub aspectul lichidităţii lor) se obţine un nou indicator:

$$(2)\quad \text{Indicatorul de lichiditate redusă} = \frac{\text{Active circulante - stocuri}}{\text{Datorii pe termen scurt}} = \frac{\text{Creanţe + Disponibilităţi}}{\text{Pasivul pe termen scurt}}$$

Aşadar, indicatorul de lichiditate redusă, denumit şi indicator de trezorerie, exprimă lichiditatea financiară a întreprinderii excluzând din calcul valoarea stocurilor, considerându-se că cel puţin o parte din stocuri, care corespunde valorii minime a stocului indispensabil activităţii normale, reprezintă o veritabilă imobilizare, pentru că ele se pot dovedi insuficient de lichide în caz de nevoi urgente.

Nici indicatorul lichiditate redusă nu are însă o expresivitate economică absolută, întrucât unele creanţe rămase la numărător pot fi la fel de greu lichide ca şi stocurile, motiv pentru care se poate calcula un alt indicator care să înlăture inconvenientul semnalat şi să dea o imagine mai precisă asupra lichidităţii pe termen scurt.

$$(3)\quad \text{Indicatorul de lichiditate imediată} = \frac{\text{Disponibilităţi băneşti}}{\text{Datorii pe termen scurt}}$$

• Coeficienţi de îndatorare. În analiza lichidităţii financiare trebuie făcută distincţia dintre gradul de îndatorare, care reprezintă credite utilizate, pentru care trebuie procurate lichidităţi de rambursare în funcţie de scadenţe, şi capacitatea de îndatorare nesaturată sau linii de credite deschise, care reprezintă credite neconsumate, dar la care întreprinderea are acces. Gradul de îndatorare micşorează lichiditatea financiară, în timp ce liniile de credit deschise (plafoane aprobate) măresc lichiditatea financiară.

Comensurarea gradului de îndatorare este necesară pentru a trage concluzii cu privire la starea lichidităţii financiare şi poate fi realizată prin intermediul unor indicatori după cum urmează:

$$(1)\quad \text{Coeficientul îndatorării globale (CIG)} = \frac{\text{Datorii totale}}{\text{Pasiv total}} \quad \text{sau} \quad \frac{\text{Datorii totale}}{\text{Capital propriu}}$$

(2) $\text{Coeficientul îndatorării la termen (CIT)} = \frac{\text{Datorii la termen}}{\text{Capital permanent}}$ sau $\frac{\text{Datorii la termen}}{\text{Capital propriu}}$

(3) $\text{Coeficientul îndatorării pe termen scurt} = \frac{\text{Datorii termen scurt}}{\text{Pasiv total}}$ sau $\frac{\text{Datorii termen scurt}}{\text{Datorii totale}}$

(4) $\text{Coeficientul capacității de rambursare} = \frac{\text{Datorii la termen}}{\text{Capacitatea de autofinanțare}}$

(5) $\text{Costul îndatorării} = \frac{\text{Cheltuieli financiare}}{\text{Datorii totale}}$ sau $\frac{\text{Cheltuieli financiare}}{\text{Cifra de afaceri}}$ sau $\frac{\text{Cheltuieli financiare}}{\text{Rezultate financiare}}$

Indicatorii de îndatorare sunt utilizați pentru a analiza contribuția diferitelor surse împrumutate la finanțarea întreprinderii. Primii doi indicatori prezentați mai sus au fost dezvoltați în Capitolul II din lucrarea prezentă. Putem adăuga, totuși, că forma a doua de exprimare a respectivilor indicatori ne oferă și informații complementare îndatorării, astfel:

- $\frac{\text{Datorii totale}}{\text{Capital propriu}}$ este un indicator de solvabilitate
- $\frac{\text{Datorii la termen}}{\text{Capital propriu}}$ este un indicator de autonomie financiară

Indicatorii de solvabilitate și de autonomie financiară reflectă ponderea împrumuturilor în raport cu capitalul propriu. Cu cât indicatorii au valori mai mici, cu atât mai mult întreprinderea este în măsură să surmonteze dificultățile ce ar putea proveni de la o lipsă de încredere a creditorilor, care i-ar face mai exigenți cu scadențele.

12.7.1.2. Coeficienții de gestiune

Indicatorii au fost prezentați detaliat în Capitolul X, „Gestiunea stocurilor". Sub aspectul lichidității financiare trebuie amintit, totuși, că o viteză de rotație optimă a activelor circulante presupune posibilități reale de transformare a acestora în bani, de creștere a coeficientului de lichiditate. Există, deci, un raport direct proporțional între viteza de rotație și lichiditatea financiară a întreprinderii; pentru a obține lichiditatea financiară dorită, întreprinderile trebuie să se preocupe și de creșterea vitezei de rotație a activelor circulante.

12.7.2. Lichiditatea patrimonială

Băncile comerciale analizează starea de lichiditate a întreprinderilor solicitatoare de credit, pe baza indicatorului "lichiditate patrimonială" şi care se calculează astfel:

în care:

$$LP = \frac{D+S+T+A}{C} \times 100$$

LP = lichiditate patrimonială;
D = disponibilităţi în casă, în cont, plafoane de credit aprobate;
S = sume de încasat din vânzări de mărfuri, prestări servicii, clienţi, debitori etc.;
T = titluri de credit negociabile: acţiuni, obligaţiuni, efecte comerciale;
A = elemente de activ: stocuri (mai puţin cele degradate), clienţi (mai puţin cei neîncasaţi la termen);
C = credite şi alte datorii.

Se apreciază că o lichiditate patrimonială este bună atunci când valoarea indicatorului este mai mare sau cel puţin egală cu 100%, în timp ce o lichiditate sub 100% se consideră a fi necorespunzătoare.

Lichiditatea financiară este un indicator ce caracterizează calitatea activităţii economico-financiare şi menţinerea echilibrului financiar. Gradul de lichiditate scade când mijloacele băneşti sunt avansate în elemente de active circulante cu o rotaţie încetinită sau întreruptă (mărfuri greu vandabile, clienţi neîncasaţi la timp etc.). Lichiditatea corespunzătoare reflectă, deci, un mod de gestionare corespunzător al fondurilor băneşti şi materiale de care dispune agentul economic.

Lichiditatea financiară influenţează echilibrul financiar. Orice depreciere a lichidităţii faţă de prevederi influenţează asupra echilibrului dintre nevoi şi resurse. De aici, necesitatea de a acţiona permanent pe linia menţinerii unui nivel optim al lichidităţii, ceea ce este realizabil, asigurând permanent o structură corespunzătoare a activelor, care să nu ridice probleme la vânzarea lor într-un termen cât mai scurt.

12.7.3. Corelaţia dintre lichiditatea financiară şi capacitatea de plată

Capacitatea de plată nu poate fi confundată cu lichiditatea financiară. În termenii în care au fost definiţi, în prezentarea anterioară, rezultă cu claritate că lichiditatea financiară constituie un factor determinant pentru asigurarea şi menţinerea capacităţii de plată. Pe seama lichidităţilor se obţine cea mai mare parte a mijloacelor băneşti necesare efectuării plăţilor.

Capacitatea de plată nu poate exista fără mijloace bănești lichide cu care să fie plătiți furnizorii sau creditorii. O lichiditate precară influențează negativ capacitatea de plată în sensul că unitățile economice nu mai pot obține mijloace bănești prin valorificarea activelor nemonetare, în cuantumul necesar pentru efectuarea plăților.

Lipsa lichidității financiare se manifestă prin plăți restante, nerambursarea la timp a creditelor, neachitarea obligațiilor față de bugetul statului etc.

12.8. Solvabilitatea și bonitatea agenților economici

Prin solvabilitate se înțelege capacitatea unei întreprinderi de a-și achita toate obligațiile asumate față de terți, atât cele cu scadențe apropiate, cât și cele cu scadențe îndepărtate.

O întreprindere este solvabilă când suma activelor sale investite în mijloace fixe și active circulante este mai mare sau cel puțin egală cu totalul pasivelor exigibile. Sub acest aspect, o întreprindere poate fi solvabilă chiar dacă, la un moment dat, nu are capacitate de plată și nu dispune de lichiditate financiară. Lipsa capacității de plată și a lichidității financiare pot fi temporare dacă unitatea economică este solvabilă.

Starea de solvabilitate se asigură numai prin realizarea unei activități eficiente. Pierderile din patrimoniu, ca urmare a unei activități ineficiente, aduc după sine, mai curând sau mai târziu, starea de insolvabilitate ca termen limită de funcționare a unei întreprinderi.

La nivelul agenților economici solvabilitatea patrimonială se poate determina prin raportul:

$$\frac{\text{Capital propriu}}{\text{Total pasiv}} \times 100$$

fiind apreciată pozitiv când indicatorul se apropie de 100%, limita minimă fiind 50%.

Bonitatea este o caracteristică mai cuprinzătoare, întrucât presupune existența simultană atât a capacității de plată, cât și a lichidității financiare și a solvabilității. Bonitatea unei firme se apreciază pe baza datelor din evidența contabilă, dar și a indicatorilor care exprimă calitatea activității și comportamentului general comercial al firmei respective.

Bonitatea presupune rentabilitate, receptivitate, promptitudine și solicitudine în îndeplinirea oricăror obligații asumate față de terți, nu numai a celor bănești. O întreprindere cu bonitate cunoscută și recunoscută poate constitui un partener de afaceri serios, în care se poate avea încredere.

CAPITOLUL 13

Gestiunea portofoliului

13.1. Gestiunea portofoliului. Conținut - principii

Portofoliul reprezintă un ansamblu de valori mobiliare de care dispune un agent economic, format din acțiuni, obligațiuni sau alte titluri, achiziționate de la emitenți sau de pe piața secundară, în vederea obținerii unor rentabilități viitoare. Plasarea capitalului în titluri de valori mobiliare reprezintă o investiție financiară, contravaloarea acestora regăsindu-se în activul bilanțului la capitolul "imobilizări financiare" și, prin urmare, ca la orice investire, se urmărește o remunerare optimă a capitalului sub forma dividendelor, cupoanelor, dobânzilor, dar și câștig în capital, în eventualitatea creșterii cursului lor la bursă.

Remunerațiile așteptate de titularii de portofolii nu vin, de regulă, de la sine. Dimpotrivă, este necesar ca titularii să aibă o atitudine activă, să supravegheze în permanență evoluția pieței, situația economico-financiară a emitenților, să-și amelioreze structura titlurilor din portofoliu în vederea diversificării riscurilor, să ia decizii prompte de vânzare sau cumpărare în conformitate cu evoluția cursului titlurilor pe piața secundară.

Gestiunea portofoliului are în vedere, în primul rând, alegerea unei structuri eficiente a titlurilor, adică pentru același grad de risc să ofere o rată a randamentului mai ridicată sau invers, pentru același randament să prezinte un grad mai redus de risc. De asemenea, gestiunea portofoliului presupune compararea și selectarea titlurilor deținute în funcție de randamentul și riscul lor, în condițiile anticipării pe cât posibil a mersului pieței financiare.

Gestionarea portofoliului, cumpărarea, păstrarea sau vânzarea de titluri se realizează respectând **anumite principii.**

1) O gestionare corectă urmărește, în primul rând, securitatea capitalului; asta presupune că investitorul caută nu numai conservarea sumei (capitalului), ci mai ales puterea de cumpărare a acesteia.

2) Gestionarea urmărește o rentabilitate ridicată în condițiile păstrării unei lichidități corespunzătoare. Pornind de la relația existentă între gradul de lichiditate și gradul de rentabilitate (raport invers proporțional), investitorul trebuie să

asigure o astfel de structură a portofoliului care să-i satisfacă cu precădere fie cerințele de lichiditate, fie de rentabilitate - după caz.

3) În sfârșit, pentru o gestionare corectă a portofoliului nu se poate face abstracție de incidența fiscală care vine să corecteze randamentul diferitelor titluri mobiliare. Fiscalitatea are, de regulă, o influență mare în decizia de plasament. Este normal ca investitorii să prefere anumite titluri cu o fiscalitate mai scăzută, cum ar fi acțiunile cu dividende în acțiuni, sau pentru care se varsă un dividend mai scăzut, cea mai mare parte a beneficiilor fiind reinvestită.

13.2. Categorii de investitori și implicații

Deținătorii de portofolii pot fi: **investitori individuali**, persoane fizice sau juridice caracterizate, de regulă, prin resurse financiare reduse și înzestrate cu o putere de reacție la piață redusă; **societăți de valori mobiliare,** care pot investi în nume propriu pentru speculații bursiere pe termen scurt și care se caracterizează prin lichidități medii, dar pot avea reacții prompte în raport cu evoluția pieței de capital; **investitori instituționali,** care au ca obiect al activității tocmai investirea în valori mobiliare și care dispun de resurse financiare considerabile, au o viteză de reacție mare la cerințele pieței, fiind conduse de specialiști în materie (societăți de investiții financiare, societăți de asigurare, bănci etc.)

Investitorii instituționali dețin, de regulă, un procent însemnat din titlurile emise de societățile comerciale puternice, ceea ce poate însemna că acțiunile sau obligațiunile deținute în portofolii sunt atractive, reprezentând un semnal pozitiv pentru restul pieței, deși deciziile lor de a cumpăra sau a vinde masiv pot avea efecte neașteptate, pozitive sau negative, asupra cursului.

Investitorii individuali pot avea drept criteriu de orientare în structurarea propriilor portofolii măsura în care investitorii instituționali sunt interesați de diferite titluri, respectiv ponderea pe care o dețin, întrucât, dacă un tip de valori mobiliare nu reprezintă domeniul de interes al acestora, este puțin probabil că ele vor înregistra un curs convenabil. Altfel spus, este greu să găsești pe piață titluri bune care să nu fie deținute, într-o măsură însemnată, în portofoliile investitorilor instituționali.

Cumpărând și deținând în portofoliu titluri aflate și în portofoliile investitorilor instituționali, adică "mergând pe mâna acestora", poate fi un avantaj în favoarea investitorilor individuali care, în felul acesta, beneficiază de experiența, profesionalismul și analiza tehnică fundamentală a mai marilor pieței. În această viziune, este oportun ca lipsa proprietății instituționale asupra unor titluri să reprezinte un semn de întrebare pentru investitorii individuali.

13.3. Modalități de gestionare a portofoliului

Există diverse posibilități de gestionare a portofoliului: gestionare individuală, gestionare colectivă, gestionare prin participarea la un club de gestiune.

Gestionarea individuală se realizează în cazul în care investitorii înșiși își gestionează propriile portofolii, ceea ce presupune o anumită disponibilitate de timp pentru a putea urmări regulat evoluția cursurilor bursiere, în vederea adoptării deciziilor de vânzare sau cumpărare.

Gestionarea colectivă are loc când deținătorii de titluri sau de lichidități le plasează la o societate comună, care se îngrijește de a realiza cele mai rentabile și sigure plasamente și operațiuni cu active financiare, în condițiile date ale pieței și în avantajul egal al tuturor participanților.

Mandatul de gestiune presupune încredințarea portofoliului unei terțe persoane, specializată în operațiuni bursiere, în vederea gestionării. Mandatar poate fi o societate de bursă, o instituție de credit, o casă de economii sau chiar o persoană fizică abilitată. Încredințarea portofoliului spre gestionare se face prin convenție scrisă.

Participarea la un club de gestiune constituie o altă posibilitate de a exploata un portofoliu de titluri financiare. Cluburile de acest fel reunesc persoane, adesea prieteni, care vor să opereze plasamente prin intermediul bursei. În mod obișnuit cluburile întrunesc un număr până la 20 persoane care-și aleg o conducere operativă, pentru operațiuni zilnice, urmând ca lunar să se întrunească clubul pentru ratificări și decizii. Astfel de cluburi au personalitate juridică și beneficiază de înlesniri fiscale asupra câștigurilor realizate din plasamente bursiere.

13.4. Gestionarea portofoliului de acțiuni

Gestionarea portofoliului de acțiuni urmărește, în principal, rentabilitatea și micșorarea riscului din plasamente în acțiuni, în funcție de care agentul economic decide asupra categoriilor de titluri pe care dorește să le dețină, duratei plasamentelor și sectoarelor în care dorește să investească.

Rentabilitatea unui portofoliu de acțiuni este determinată ca o medie ponderată a ratelor de randament așteptate de la titlurile care compun portofoliul.

Riscul unui portofoliu în acțiuni decurge din faptul că investitorul nu este asigurat că va obține o anumită rată de randament, întrucât aceasta depinde de activitatea economică și eficiența societății emitente de acțiuni, de beneficiul pe care-l realizează și de decizia de a vărsa dividende sau a reinvesti. Cu cât riscul unui portofoliu este mai ridicat, cu atât mai mare trebuie să fie rentabilitatea, altfel

investitorul n-ar fi dispus să accepte riscul, ci s-ar orienta către plasamente în alte sectoare.

Riscul unui portofoliu de acțiuni se manifestă prin amplitudinea fluctuațiilor portofoliului; când fluctuațiile sunt mari se spune că este un portofoliu riscant. Pentru diminuarea riscului se recurge la diversificarea portofoliului, la alcătuirea unui portofoliu din acțiuni cu diverse grade de risc sau de acțiuni aparținând diverselor sectoare de activitate. Se consideră, însă, că riscul scade pe măsura diversificării titlurilor dintr-un portofoliu.

Cursul unei acțiuni se măsoară în funcție de numărul de ani de profit. Întreprinderile în dezvoltare lasă bune speranțe pentru o creștere importantă a beneficiului. Cursul depinde însă și de aprecierile personale ale deținătorilor de economii; factorul psihologic poate juca un rol decisiv. De aceea variația cursului este frecventă și poate avea mari amplitudini.

13.4.1. Evaluarea și reevaluarea acțiunilor

Deținătorii de lichidități (investitorii potențiali) vor cumpăra acțiuni când vor considera că sunt subestimate pentru a le revinde cu beneficiu când va crește cursul, adică atunci când vor avea o valoare de piață mai mare.

Pentru a putea decide asupra valorii unei acțiuni investitorul trebuie să dispună de informații diverse, începând cu cele generale, referitoare la politica economică, monetară și fiscală a statului, evoluția ratei dobânzii pe piața financiară, condițiile de inflație etc. și până la informațiile specifice societății emitente de acțiuni (caracteristici ale emisiunii de acțiuni, situația economico-financiară a emitentului) și informațiile bursiere prezentate în buletinele cursurilor pentru acțiuni cotate sau în alte publicații de specialitate.

Practic, evaluarea acțiunilor în vederea luării deciziei de cumpărare sau de vânzare la bursă se realizează de către investitorii potențiali pornind de la analiza situației economico-financiare a emitentului, exprimată în cel puțin 2 bilanțuri publicate, precum și apelând la alte criterii de evaluare, cum ar fi: termenul de recuperare, rata randamentului, valoarea totală a activelor emitentului etc.

Studiul datelor contabile din bilanțurile publicate de emitenții de acțiuni permite potențialilor cumpărători să calculeze diverși indicatori care să reflecte posibilitățile de creștere economică ale societății respective: rata rentabilității comerciale (beneficiu/cifra de afaceri), rata rentabilității financiare (beneficiu/capital propriu), gradul de îndatorare (datorii/total pasiv), riscul pe termen scurt (datorii pe termen scurt/active circulante), termenul de recuperare a capitalului ce se investește în acțiuni, exprimat în numărul de ani în care suma dividendelor viitoare cumulate va egala cursul acțiunilor (PER), valoarea activelor societății

emitente, care reprezintă o garanție pentru deținătorii de acțiuni, mai ales în perioada de recesiune economică.

Cum nici unul dintre indicatori nu exprimă exhaustiv valoarea unei acțiuni, pentru obținerea unor rezultate realiste se impune folosirea concomitentă a mai multor indicatori.

Titularii de portofolii de acțiuni sunt interesați de a înregistra în patrimoniu aceste titluri la o valoare reală, care să exprime fidel potențialul economico-financiar al acestora. În momentul achiziționării titlurilor, valoarea lor reală se stabileşte în funcție de suma investită şi de fluxurile financiare pozitive viitoare aşteptate într-un orizont de timp echivalent cu perioada de deținere previzionată (D), de costul actuarial al finanțării sale (K), precum şi de valoarea reziduală a acțiunilor în momentul vânzării lor (V)

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{V}{(1+K)^n}$$

Această valoare este satisfăcătoare (reală) pentru momentul achiziționării. Ulterior, costul sursei de finanțare (K) se poate modifica pe piața financiară, ceea ce este hotărâtor pentru recalcularea noii valori a titlurilor. În plus, pot apărea, pe parcurs, condiții noi pe piața secundară, oportunități de finanțare, conjuncturi nefavorabile sau modificări în situația economico-financiară a emitentului, fiecare dintre ele putând modifica valoarea reală a titlurilor din portofoliu.

Exemplu

D = fluxurile financiare pozitive aşteptate, pentru următorii cinci ani, la o acțiune cumpărată în anul N, sunt:

N + 1	N + 2	N + 3	N + 4	N + 5
500	550	610	640	690

V = valoarea reziduală a acțiunii în momentul vânzării (sfârşitul anului al 5- lea) este de 4000;

n = perioada de deținere în portofoliu este previzionată la 5 ani;

K = costul actuarial al finanțării (rata actuarială) este de 8,5%.

În acest moment valoarea reală a acțiunii, care se înregistrează în patrimoniu, este de 4986,47.

$$V_0 = \frac{500}{1{,}085} + \frac{550}{1{,}085^2} + \frac{610}{1{,}085^3} + \frac{640}{1{,}085^4} + \frac{4690}{1{,}085^5} = 4986{,}47$$

Pe parcursul deținerii în portofoliu a titlului, pe piața bursieră şi pe cea economico-financiară au loc modificări însemnate, ceea ce impune recalcularea valorii de piață a acțiunii, astfel:

a) La bursa de valori are loc o scădere a cursurilor, care ridică rata actuarială la 12%. În aceste condiții valoarea titlului este de 4387,03, cu 12,02% mai mică decât fusese înscrisă în patrimoniu la achiziționare.

$$V_1 = \frac{500}{1,12^1} + \frac{550}{1,12^2} + \frac{610}{1,12^3} + \frac{640}{1,12^4} + \frac{4690}{1,12^5} = 4387,03$$

b) După un timp se apreciază, ca urmare a introducerii în fabricație a unui produs nou, rentabil, la emitentul de acțiuni că fluxurile financiare viitoare (dividendele) vor spori cu 15% față de cât au fost previzionate inițial. În acest caz, valoarea titlului va fi de 5045,08, cu 15% mai mare decât evaluarea precedentă.

$$V_2 = \frac{500\times1,15}{1,12^1} + \frac{550\times1,15}{1,12^2} + \frac{610\times1,15}{1,12^3} + \frac{640\times1,15}{1,12^4} + \frac{4690\times1,15}{1,12^5} = 5045,08$$

c) Se produce o îmbunătățire a conjuncturii economice care face să scadă costul actuarial al capitalului, la 10,2%. Acum, valoarea titlului este de 5384,51, mai mare cu 6,72% decât evaluarea precedentă.

$$V_3 = \frac{500\times1,15}{1,102^1} + \frac{550\times1,15}{1,102^2} + \frac{610\times1,15}{1,102^3} + \frac{640\times1,15}{1,102^4} + \frac{4690\times1,15}{1,102^5} = 5384,51$$

d) Ca urmare a unei puternice concurențe în ramura de activitate a emitentului de acțiuni, se previzionează o scădere a rentabilității acestuia și, prin urmare, o reducere a fluxurilor financiare pozitive generate de deținerea în portofoliu a acțiunii, cu 8%. În aceste condiții, reevaluând acțiunea, ea capătă valoarea de 4953,75, cu 7,99% mai mică decât evaluarea precedentă.

$$V_4 = \frac{(500\times1,15)0,92}{1,102^1} + \frac{(550\times1,15)0,92}{1,102^2} + \frac{(610\times1,15)0,92}{1,102^3} + \frac{(640\times1,15)0,92}{1,102^4} + \frac{(4690\times1,15)0,92}{1,102^5} = 4953,75$$

Evaluarea succesivă a valorii unui titlu deținut în portofoliu se impune ca o preocupare permanentă a titularului. Practic, reevaluarea trebuie efectuată cu prilejul încheierii bilanțului anual și ori de câte ori este nevoie pentru readucerea imobilizărilor financiare la valoarea lor reală.

13.4.2. Cotarea acțiunilor la bursa de valori. Avantaje

Oferta publică de vânzare de acțiuni este punctul de plecare pentru transformarea unei societăți comerciale în societate deschisă și a participării sale la piața de capital, obiectivul principal fiind atragerea de resurse financiare de la investitorii interesați în achiziționarea de valori mobiliare. Titlurile emise pe piața primară pot fi negociate pe piața secundară în

condițiile când emitentul face demersurile necesare pentru a fi cotate la bursa de valori.

În esență, cotarea este operațiunea de atribuire a unei valori de piață acțiunilor, care poate fi diferită de valoarea nominală sau de prețul de emisiune a acestora, operațiune care se realizează în urma unei analize economice și financiare a societății emitente, pe baza a cel puțin două bilanțuri auditate, care să ofere informații suficiente asupra structurii capitalului propriu, a nivelului îndatorării, a cifrei de afaceri și procesului de creștere economică, a rentabilității etc.

Cotarea acțiunilor la bursă face să crească gradul de lichiditate a capitalului, investitorii în astfel de titluri având posibilitatea să le vândă în orice moment și, eventual, cu câștig. Cumpărătorii acțiunilor pe piața primară sunt interesați ca acestea să posede un grad ridicat de lichiditate, astfel încât plasamentele lor să nu reprezinte niște imobilizări fără perspectiva recuperării operative a capitalului. De aceea, emisiunea de titluri de către societățile cotate la bursă sau care menționează în prospectul de ofertă publică că vor face demersurile necesare pentru înscrierea lor la cota unei burse de valori are mai mari șanse de a fi plasate cu succes pe piață.

Cotarea acțiunilor la bursă conduce la stabilirea valorii de piață a acestora, respectiv a cursului bursier. Or, valoarea de piață a acțiunilor reprezintă, în esență, modul în care este percepută de public activitatea emitentului, **adică stabilirea unei valori recunoscute de piață** și posibilitatea comparării valorii contabile a acțiunilor cu valoarea lor bursieră. Dacă valoarea bursieră este mai mare decât cea contabilă atunci se poate aprecia că societatea emitentă își desfășoară activitatea în condiții bune, cu rentabilitate, și invers.

Deținerea în portofoliu a unor acțiuni cotate la bursă **prezintă mai multă credibilitate în fața creditorilor,** aceștia acceptându-le drept garanție a creditelor acordate mai curând decât în cazul acțiunilor necotate, întrucât, în cazul imposibilității rambursării la timp a creditelor, banca poate valorifica mai ușor valorile mobiliare cotate. Prin urmare, deținerea unor acțiuni cotate la bursă sporește accesul la credite al titularilor de portofolii, ceea ce este un avantaj cert.

În plus, societățile cu portofolii de acțiuni cotate la bursă au și **avantajul de a beneficia gratuit de o bună publicitate,** întrucât prin comunicatele de presă ale bursei, prin cotidiane sau reviste de specialitate sunt preluate cu regularitate informații referitoare la tranzacțiile bursiere, inclusiv denumirea societăților participante, sau alte informații specifice care, în final, fac ca societatea să fie bine cunoscută pe piață.

Foarte important este și faptul că înscrierea la cota unei burse de valori a acțiunilor unei societăți comerciale **mărește reputația acesteia,** ceea ce are drept rezultat practic creșterea cursului acțiunilor și, prin urmare, a capitalizării bursiere a societății comerciale. Fenomenul de creștere a reputației unei firme poate, în cele din urmă, să fie cuantificat și concretizat în așa-numitul "fond comercial" care

reprezintă o parte a fondului de comerț, care nu figurează în cadrul elementelor patrimoniale, dar concură la menținerea sau dezvoltarea potențialului firmei, **mărind valoarea activelor acesteia.** Astfel de elemente extrapatrimoniale se pot constitui într-o clientelă bună, existența unui vad comercial optim, calitatea personalului angajat - care măresc bonitatea întreprinderii.

13.4.3. Conținutul și rolul Registrului bursei de valori mobiliare

Registrul bursei de valori mobiliare (RBVM) are drept scop evidențierea tuturor deținătorilor de valori mobiliare care pot fi negociate la bursă, format din registrul de acțiuni, registrul acționarilor și registrul obligațiunilor. Valorile mobiliare se pot înscrie în registrul bursei, fie în formă fizică, fie în formă dematerializată, ca simple inscripții în conturi.

Prin acest sistem de evidențiere registrul bursei poate oferi participanților interesați în operațiuni bursiere informații diverse despre ofertanții de valori mobiliare: numele și prenumele persoanelor fizice sau juridice, numărul de identificare (buletin de identitate, codul numeric, numărul de înregistrare în registrul comerțului), domiciliul persoanelor fizice, sediul social pentru firme, cetățenia și naționalitatea persoanelor fizice înregistrate, tipul, numărul și clasa de risc a valorilor mobiliare deținute etc.

Eventualele modificări ce survin în informațiile de mai sus, determinate de cauze diverse și, în primul rând, de tranzacțiile bursiere efectuate, sunt operate în permanență în RBVM, pentru a putea oferi date la zi potențialilor investitori.

RBVM se ține pe 3 secțiuni, oferind informații, separat despre deținătorii de valori mobiliare care nu au cont deschis la o societate de valori mobiliare, pentru cei care au cont deschis la o asemenea societate și pentru societățile de valori mobiliare care dețin titluri în nume propriu.

Fluxul de înscriere a unei societăți în RBVM începe de la emitent, care remite bursei lista acționarilor pe suport magnetic (dischetă), pe baza căreia se face încărcarea cu date în secțiunea I a registrului bursei. Ulterior, bursa listează acționarii pe suport-hârtie, listă care se certifică de către emitent și poate servi la convocarea AGA, la plata dividendelor, sau la confruntarea cu evidențele proprii ale societății de valori mobiliare.

Avantajele oferite de serviciul RBVM rezultă, în primul rând, din faptul că acest serviciu preia obligația societăților emitente de acțiuni de a ține evidența celor 3 registre. Registrul bursei este complet automatizat, fiind o componentă a sistemului informativ integrat al bursei, ceea ce permite transferul dreptului de proprietate (tranzacții bursiere) rapid, precis, riguros, corect, cu un cost redus și în condiții de maximă securitate.

În al doilea rând, programul de gestionare a RBVM oferă facilităţi importante utilizatorilor, inclusiv societăţilor emitente, prin aceea că prezintă informaţii utile, verifică existenţa valorilor mobiliare în conturile vânzătorilor, transferă automat valorile mobiliare din conturile vânzătorilor în conturile cumpărătorilor după confirmarea de către bancă a plăţii, asigură o protecţie sporită a datelor. În plus, RBVM oferă informaţii privind istoricul deţinerilor şi transferurilor de valori mobiliare, putând contribui la supravegherea pieţei prin vizualizarea, în orice moment, a intenţiilor de vânzare sau cumpărare masivă din partea altor operatori.

13.4.4. Tranzacţionarea la bursă a acţiunilor

Prima problemă pe care şi-o pune un operator la bursă este constatarea mişcării cursului valorilor mobiliare pe care doreşte să le tranzacţioneze. Dacă titlurile vizate traversează o perioadă de acalmie, cu creşteri sau scăderi de curs minime sau accidentale, operatorul va adopta, în general, o atitudine pasivă, nefiind incitat de eventualitatea unui câştig; el va observa în continuare mersul operaţiunilor bursiere fără o participare directă sau numai dacă se iveşte o oportunitate interesantă şi, eventual, din considerente de diversificare şi consolidare a portofoliului.

Dacă operatorul consideră, însă, că se profilează modificări mari ale cursului, atunci atitudinea lui va fi una dintre cele mai active. În mod concret se procedează astfel:

• Dacă se previzionează o creştere a cursului bursier, decizia va fi de cumpărare, în scopul de a vinde mai târziu, cu câştig, după principiul "cumpără ieftin şi vinde scump". Acest tip de operaţiune bursieră este denumit **„speculaţie à la hausse".**

Cumpărătorul va constitui, în acest caz, un depozit bănesc în garanţie la agenţia de brokeraj, care să acopere aproximativ jumătate din valoarea titlurilor pe care doreşte să le achiziţioneze. Diferenţa până la totalul valorii titlurilor avute în vedere o poate primi ca împrumut de la agenţia de brokeraj, împrumut garantat cu stocul titlurilor cumpărate, plus depozitul bănesc în contul de garanţie.

La scadenţa împrumutului, adică atunci când operatorul se hotărăşte să vândă titlurile achiziţionate, pot exista două situaţii:

⇒ a) Dacă titlurile cumpărate au înregistrat o creştere de curs, confirmându-se previziunea iniţială, operatorul le vinde; din sumele obţinute rambursează creditul către agenţia de brokeraj, plăteşte comisionul serviciilor prestate de acesta şi rămâne cu un câştig, mai mare decât dacă ar fi lucrat exclusiv cu fonduri proprii;

⇒ b) Dacă titlurile cumpărate au înregistrat o scădere de curs, previziunea iniţială fiind eronată, atunci operatorul va vinde totuşi titlurile, urmărind limitarea

pierderii; din sumele obținute va rambursa creditul, va plăti comisionul către broker, înregistrând o pierdere netă.

În această eventualitate, vânzarea titlurilor poate fi făcută și din ordinul brokerului, când cumpărătorul nu-și asumă pierderea, limitând-o printr-un ordin prompt de vânzare. Brokerul va da ordin de vânzare în cazul că valoarea actuală a titlurilor (cu un curs scăzut), plus valoarea depozitului în cont de garanție nu ar mai putea acoperi împrumutul acordat operatorului.

- Dacă participantul la tranzacții previzionează o scădere a cursului unor acțiuni, decizia va fi de vânzare, în scopul de a cumpăra mai târziu, la un curs mai mic, obținând câștig, după principiul "vinde scump și cumpără ieftin". Acest tip de operațiune bursieră este denumit **"speculație à la baisse"**

Operatorul poate vinde atât titlurile pe care le deține, cât și titlurile obținute prin împrumut de la o agenție de brokeraj. Și de astă dată operatorul constituie o garanție (depozit în marjă) care, împreună cu sumele obținute din vânzare sunt reținute de broker până la scadență, când se decide cumpărarea noilor titluri.

⇒ Dacă previziunea cu privire la scăderea cursului se confirmă, operatorul va răscumpăra titlurile, rambursează împrumutul și plătește comisionul cuvenit brokerului, rămânând cu câștig majorat, întrucât a folosit și fonduri împrumutate;

⇒ Dacă previziunea inițială este eronată, operatorul cumpără titlurile necesare pentru restituirea împrumutului, la un preț mai mare, plătește comisionul și se alege cu o pierdere netă.

Dacă decizia de cumpărare a operatorului întârzie, iar cursul înregistrează în continuare un trend crescător, cumpărarea se poate realiza și din inițiativa brokerului, astfel încât valorile aflate în garanție să rămână cel puțin acoperitoare față de titlurile date cu împrumut.

13.4.5. Ordine utilizate la bursa de valori

Tranzacțiile bursiere se realizează efectiv printr-o comunicare directă între operator și broker, prin intermediul căreia primul adresează celui de-al doilea ordinul de cumpărare sau de vânzare într-o formă concisă, dar care să exprime atât numărul de titluri ce urmează a fi tranzacționate, cât și limitele de preț avute în vedere.

În practica bursieră s-au conturat patru tipuri de ordine de bursă care exprimă tot atâtea tipuri de comportament în piață al operatorului față de evoluția cursurilor (prețurilor).

- **Ordinul cu limită de preț** presupune indicarea de către client a unei cifre ce reprezintă prețul maxim de achiziționare sau prețul minim de vânzare. Brokerul recepționează aceste ordine și le execută în ordinea crescătoare la

vânzare, prioritare fiind prețurile cele mai înalte și în ordine descrescătoare la cumpărare, prioritate având prețurile cele mai scăzute. Rezultă că un ordin cu limită de preț poate fi executat și la un preț mai bun decât cel limită, mai mic la cumpărare și mai mare la vânzare.

- **Ordinul la piață** presupune executarea lui imediată de către broker, la cel mai bun preț din piață înregistrat în momentul recepționării lui. Aceste ordine au prioritate în execuție față de ordinele cu limită de preț.
- **Ordinul - stop** de cumpărare sau de vânzare urmărește limitarea pierderilor în operațiunile „à la hausse" sau „à la baisse" pentru cazurile când previziunea operatorului privind evoluția cursului nu se confirmă. Dacă ordinul cu limită de preț se tranzacționează la prețuri egale sau mai bune decât limita indicată, la ordinele-stop se tranzacționează la prețuri egale sau mai proaste.

Spre exemplu, într-o operațiune în care s-au cumpărat titluri în prezent, cu speranța revinderii lor în viitor la un curs mai mare, dar previziunea a fost eronată întrucât valoarea de piață a titlurilor respective a prins un trend descrescător, sub valoarea de achiziție.

În acest caz operatorul poate da un ordin de vânzare stop, în sensul că stabilește un prag la care vânzarea să se efectueze, totuși, chiar dacă acesta este sub nivelul cursului de cumpărare urmărind, în esență, limitarea pierderii.

- **Ordinul - stop limită** este o variantă a ordinului stop prin care se precizează o limită, peste care ordinul - stop se transformă în ordin limită de preț. Astfel de ordin se aplică tot în situații pierdante ale tranzacțiilor „à la hausse" sau „à la baisse", când operatorul consideră că peste o anumită limită pierderea este prea mare și nu și-o asumă, preferând să aștepte o conjunctură mai favorabilă de curs, cu riscul pierderii integrale a depozitului format la broker.

13.5. Gestiunea portofoliului de obligațiuni

Gestiunea unui portofoliu de obligațiuni începe cu stabilirea structurii acestuia, ponderea obligațiunilor cu dobânda fixă și cu dobânda variabilă. Pentru realizarea acestei operațiuni este indicat să se procedeze la analiza ratei randamentului obligațiunilor din patrimoniu, comparativ cu rata dobânzii pe piața financiară, precum și la previzionarea evoluției ratei dobânzii și, în consecință, ajustarea portofoliului. În funcție de situația economico-financiară a investitorului, compoziția portofoliului de obligațiuni mai depinde de perioada de timp pentru care se pot face plasamente (perioada de imobilizare), de previziunile privind evoluția ratei dobânzii și a ratei inflației.

Variația ratei dobânzii în perioada de viață a obligațiunilor are efecte contrare asupra cursului obligațiunilor: dacă rata dobânzii crește pe piața

financiară, cupoanele primite pot fi reinvestite la o rată mai ridicată a dobânzii, iar cursul obligațiunii scade întrucât nimeni nu mai dorește să cumpere obligațiuni din moment ce găsește plasamente mai rentabile; dacă rata dobânzii scade pe piața financiară, cursul obligațiunilor crește întrucât cupoanele nu mai pot fi reinvestite în alte operațiuni cu rentabilitate mai mare, deci crește cererea de obligațiuni existente și, prin urmare, crește cursul lor.

Dacă se anticipează o scădere a ratei dobânzii pe piața financiară este preferabil de a cumpăra obligațiuni cu dobândă fixă și de a vinde obligațiuni cu dobândă variabilă; dacă se anticipează o creștere a ratei dobânzii este preferabil de a cumpăra obligațiuni cu dobândă variabilă și a vinde obligațiuni cu dobândă fixă.

Cu cât durata de viață a împrumutului obligatar este mai mare, cu atât mai sensibile devin obligațiunile la variațiile ratei dobânzii. Dacă se urmărește limitarea consecințelor variațiilor de curs (stabilitatea), determinate de variațiile ratei dobânzii, este preferabil să se cumpere obligațiuni cu dobândă fixă, convertibile în obligațiuni cu dobânda variabilă, întrucât acestea permit de a beneficia de scăderea pe piață a ratei dobânzii și limitează pierderea de capital (riscul) în cazul creșterii ratei dobânzii.

O politică prudentă, de limitare a riscurilor, conduce pe deținătorii de obligațiuni de a cumpăra și deține în portofoliu obligațiuni cu dobânda variabilă, indexată pe piața monetară sau pe piața obligatară. Pentru toate variațiile ratei dobânzii, procentajul variației cursului este mai ridicat la obligațiunile vândute sub valoarea nominală, decât pentru cele vândute peste valoarea nominală.

Ca și în cazul acțiunilor, gestiunea portofoliului de obligațiuni vizează randamentul așteptat și riscul.

13.5.1. Randamentul obligațiunilor

Randamentul obligațiunilor este în funcție de dobânzile acumulate și de variația cursului obligațiunilor. Pentru deținător, randamentul sau rentabilitatea obligațiunilor reprezintă rata de fructificare sau de capitalizare pe care o cere drept remunerație pentru lichiditățile împrumutate emitentului. Randamentul mai poate să fie denumit și rata de piață a dobânzii obligațiunilor.

Veniturile unei obligațiuni, după care se face evaluarea randamentului, se compun din două feluri de fluxuri: cupoane, reprezentând fluxuri pozitive anuale pe durata de viață a împrumutului, și valoarea de rambursare a obligațiunii, reprezentând un flux pozitiv singular la expirarea duratei împrumutului.

Randamentul unei obligațiuni se exprimă sub forma unei rate, care permite compararea diverselor tipuri de obligațiuni. Pentru o obligațiune cu dobândă fixă emisă și rambursată la valoarea nominală, rata randamentului este egală cu rata

nominală a dobânzii împrumutului obligatar; pentru obligațiuni emise la scont și rambursate peste valoarea nominală (PE < VN < PR) rata randamentului nu mai poate fi egală cu dobânda nominală. În consecință, pentru a determina randamentul unei obligațiuni în asemenea cazuri, se calculează rata actuarială care permite egalitatea între prețul obligațiunii (prețul de emisiune) și valoarea actuarială a fluxurilor financiare pozitive viitoare pe care le generează respectiva obligațiune.

Exemplu

- Obligațiune cu VN = 1 000
- Termen = 5 ani
- Rata nominală a dobânzii = 7%
- Prețul de emisiune = 950
- Prețul de rambursare = 1 000

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{V}{(1+r)^n}$$

$$950 = \frac{70}{(1+r)} + \frac{70}{(1+r)^2} + \ldots \frac{1070}{(1+r)^5}$$

$$r = 8.26\%$$

Rata actuarială, 8,26%, este cea care permite egalitatea între fluxul inițial negativ (950) și fluxurile pozitive viitoare (cupoane anuale + prețul de rambursare).

Rata actuarială brută (în cazul de mai sus 8,26%) se indică totdeauna când este diferită de rata nominală a împrumutului. Dacă la această rată se aplică fiscalitatea (impozitul pe venituri din cupoane) se obține rata actuarială netă.

În afara randamentului actuarial, exprimat în maniera de mai sus, se mai poate calcula randamentul nominal, randamentul curent și randamentul la răscumpărare.

- **Randamentul nominal** sau rata cuponului este stabilit de emitentul împrumutului obligatar în momentul emisiunii, ca un procent din valoarea nominală a obligațiunilor. În exemplul folosit anterior randamentul nominal sau rata nominală a dobânzii este de 7%, ceea ce reprezintă 70 unități monetare în decurs de un an care revin deținătorului unei obligațiuni drept remunerație pentru împrumutul de 1000 u.m. acordat emitentului ($1000 \times 7\% = 70$).
- **Randamentul curent** ține seama atât de rata nominală a dobânzii împrumutului, cât și de prețul de emisiune, atunci când acesta este diferit de valoarea nominală a obligațiunilor. Prin urmare, randamentul curent exprimă remunerația în funcție de capitalul investit efectiv și de rata nominală a dobânzii.

În exemplul anterior valoarea nominală a unei obligațiuni era de 1 000 u.m., prețul de emisiune de 950 u.m., iar rata nominală a dobânzii de 7%. Pornind de la aceste date, randamentul curent este de 7,36%.

$$\frac{1000 \times 7\%}{950} \times 100 = 7{,}36\%$$

• **Randamentul la răscumpărare** se calculează în cazul că obligațiunile se răscumpără de emitent înainte de maturitate (scadență), tot sub forma unei rate actuariale (RRI), cu deosebirea că acum valorile lui "n" și "t" sunt mai mici.

Folosind datele din exemplul precedent, dar presupunând că obligațiunile se răscumpără la sfârșitul anului al IV-lea, randamentul la răscumpărare este de 8,46%, în loc de 8,26% cât ar fi la sfârșitul anului al V-lea.

$$R = \frac{F + \frac{PR - PE}{n}}{\frac{PR + PE}{2}} = \frac{70 + \frac{1000 - 950}{4}}{\frac{1000 + 950}{2}} = 8{,}46\%$$

13.5.2. Riscul obligațiunilor

Riscul pe care-l comportă deținerea unei obligațiuni poate fi generat de cauze diverse: **riscul de faliment** al societății emitente, ceea ce ar însemna imposibilitatea rambursării obligațiunii la data scadenței; **riscul de depreciere,** ca urmare a inflației, ceea ce ar face ca puterea de cumpărare a obligațiunii rambursate să fie mai slabă decât în momentul cumpărării ei; **riscul de pierdere** a unei părți din capital, care survine în momentul creșterii ratei dobânzii pe piața financiară, repercutată în scăderea cursului obligațiunilor. Dacă în această conjunctură deținătorul de obligațiuni este nevoit să vândă pentru a obține lichidități, el va recupera un capital inferior celui avansat. Riscul oscilației ratei dobânzii asupra cursului obligațiunilor depinde de sensibilitatea la risc a obligațiunilor și de durata de viață a acestora.

Se poate spune că gradul de risc depinde de fiecare obligațiune în parte, de aceea diversificarea portofoliului poate atenua riscul. O obligațiune emisă de o societate privată poate avea o rată de dobândă mai mare pentru că riscul de faliment nu este exclus, în timp ce o obligațiune de stat, care este sigură, poate avea o rată de dobândă mai redusă. Deci, riscul și mărimea dobânzii sunt direct proporționale.

Obligațiunile cu dobânda variabilă au avantajul că pierderile, ca și câștigurile de capital, sunt limitate; de aceea ele sunt preferate în eventualitatea prevederii unei creșteri a ratei dobânzii, în timp ce dacă se previzionează o scădere a ratei dobânzii, se vor prefera plasamente în obligațiuni cu dobânda fixă.

Riscul nu înseamnă, pur și simplu, probabilitatea ivirii unei pierderi, ci trebuie luată în considerare și șansa unui câștig, întrucât nimeni n-ar fi dispus să înceapă o afacere, să achiziționeze niște active financiare dacă n-ar avea decât perspectiva unei pierderi, nu și a câștigului.

Riscul unui activ nu este edificator în sine. Pentru un agent economic care dispune de mai multe active ce fac obiectul riscului se ia în considerare suma activelor sale, adică portofoliul, întrucât experiența arată că unele titluri sunt profitabile când nu se produce un anumit eveniment, în timp ce altele, tocmai când se produce acel eveniment.

Investitorii care achiziționează titluri doresc, desigur, maximizarea profitului și minimizarea riscului. Calitatea unui bun management al portofoliului constă în deținerea unei combinații de active expuse la risc pentru a obține o rată înaltă a profitului, evitând riscul maxim, dar acceptând un anumit grad de risc.

Întrucât riscul nu poate fi exclus, valoarea activelor ce pot fi păstrate în portofoliu depinde de sensibilitatea lor la risc. În general, riscul unui titlu se măsoară prin intermediul dispersiei profitului în jurul mediei, calculul probabilităților fiind una dintre metodele de dimensionare a riscului.

13.6. Tipuri de portofolii

În practică, agenții economici își diversifică portofoliile, deținând atât acțiuni și obligațiuni cu risc ridicat și cu rentabilitate mare, cât și acțiuni și obligațiuni „sigure" cu risc scăzut, dar și cu o rentabilitate redusă, plus obligațiuni diverse. Procentajul obligațiunilor și acțiunilor în ansamblul portofoliului este în funcție de riscul acceptat de investitor. În ultimă instanță, compoziția portofoliului este o rezultantă a poziției agentului economic față de risc, de anticipațiile evoluției ratei dobânzii pe piața financiară, de situația fiscalității și nevoile de lichidități imediate.

După preferințele investitorilor se cunosc mai multe tipuri de portofolii: cu securitate maximă, cu randament regulat, prudente, de creștere, clasice, ofensive, speculative etc.

Portofoliul de securitate maximă vizează în special protejarea capitalului, asigurându-i și un anumit randament. Pentru păstrarea puterii de cumpărare a capitalului, calea de urmat este diversificarea portofoliului, astfel încât să se evite pierderi însemnate, să se compenseze pierderile la unele titluri, cu câștiguri la alte titluri.

Portofoliul cu randament regulat urmărește cu precădere obținerea unor venituri regulate și nu atât mărimea veniturilor și eliminarea riscurilor.

Portofoliul prudent are drept scop o valorificare a capitalului în condițiile abținerii de la un risc excesiv. Un asemenea portofoliu realizează o îmbinare a titlurilor cu venit regulat și a celor cu creștere puternică a veniturilor, precum și între titlurile pe termen scurt și cele pe termen lung.

Portofoliul de creștere presupune plasarea capitalului în titluri cu mari perspective de câștig, dar și cu grad ridicat de risc. Societățile comerciale care

oferă mari perspective de câștig (societăți de creștere) se caracterizează prin efectuarea de investiții mari, cu rate superioare de creștere a cifrei de afaceri, cu structura financiară echilibrată, cu rentabilități ridicate, cu o capacitate de autofinanțare mare.

Portofoliul clasic vizează valorificarea capitalului, dar și obținerea unor rezultate mai bune decât media pieței, acceptând un anumit grad de risc. În astfel de cazuri portofoliul se compune, în cea mai mare parte, din acțiuni. Performanțele unui asemenea portofoliu se apreciază pe o perioadă medie, nu pe un singur exercițiu.

Portofoliul ofensiv are drept unic scop câștigul cât mai mare, fără a ține seama de gradul de risc. Portofoliile de acest fel sunt foarte mobile (structural), căutând să se adapteze cerințelor în continuă schimbare ale pieței.

Portofoliul speculativ tinde spre obținerea unor venituri rapide, acceptând un risc ridicat.

Performanțele unui portofoliu, aspect important al gestiunii acestuia, se determină prin rata randamentului obținut și care se compară cu rata randamentului pe piața financiară.

BCU IAȘI / CENTRAL UNIVERSITARĂ

CAPITOLUL 14

Gestiunea riscului ratei dobânzii şi a cursului de schimb valutar

14.1. Riscul de dobândă pentru agenţii economici

Politica dobânzilor reprezintă un sector important al finanţelor. Sub aspectul stabilităţii dobânda poate să fie **fixă**, când nivelul acesteia nu se modifică toată perioada de creditare, şi **variabilă**, când nivelul se modifică anual sau la intervale mai scurte, ca măsură de protecţie a creditorului sau debitorului împotriva pierderilor ce ar putea rezulta din caracterul rigid al nivelului dobânzii pentru o perioadă de timp îndelungată. În altă ordine de idei, pe piaţa financiară se pot practica dobânzi legale, dobânzi negative, dobânzi preferenţiale, dobânzi majorate. Dobânzile legale vizează nivelul maxim al acestora admis de lege - în ţările în care există asemenea reglementări - peste care se consideră dobândă cămătărească (uzurară); dobânzile negative se produc în cazurile unor bănci sau instituţii financiare care percep dobânzi pentru depozitele în cont ale clienţilor în loc să bonifice dobânzi - ca mijloc de contracarare a importului de capital; dobânzile preferenţiale au, de regulă, niveluri mai scăzute, de favoare, pentru clienţii foarte buni sau în cazuri când se urmăreşte favorizarea unor debitori.

În procesul activităţii sale întreprinderea este supusă, atât la riscuri economice, cât şi la riscuri financiare. Riscul financiar are în vedere riscul ratei dobânzii, riscul ratei schimbului valutar, riscul de nerambursare.

Riscul de dobândă este acela care decurge pentru debitor sau creditor din utilizarea ratei fixe sau variabile a dobânzii şi din evoluţia ulterioară a ratei dobânzii, după încheierea contractului, până la scadenţă.

Gestiunea riscului ratei dobânzii (risk management) este tot mai practicată în prezent pe plan financiar, mai ales de către marile unităţi economice şi financiare şi constă, în principal, din următoarele operaţiuni: evaluarea amplorii riscului existent pentru întreprinderi şi probabilitatea producerii lui, aplicarea unor măsuri oportune de oprire sau de reducere a riscului, în final adoptarea unei politici de asigurare pentru cazurile când măsurile de prevenire nu sunt îndestulătoare. Întreprinderea poate alege şi modula acoperirea riscului, asigurând, spre

exemplu, riscul maxim și acceptând probabilitatea producerii unor riscuri mai mici sau poate decide asigurarea sistematică a unor riscuri, cum ar fi riscul de neplată, de schimb valutar etc.

Riscul ratei dobânzii este prezent, atât pentru bănci, cât și pentru întreprinderi. În cazul întreprinderilor riscul ratei dobânzii poate avea loc când există excedente de lichidități care trebuie plasate, cât și atunci când apar deficite de lichidități care trebuie acoperite cu credite.

Întreprinderile excedentare, permanent sau temporar, trebuie să caute a obține cea mai bună rentabilitate pentru lichiditățile lor. Oricare ar fi calea aleasă (plasament cu rată fixă sau variabilă), întreprinderea se confruntă cu riscul ratei dobânzii. Dacă se alege un plasament cu rată fixă, în cazul că se produce o creștere a ratei dobânzii pe piața financiară, va înregistra o diminuare a câștigului posibil, în schimb nu va pierde dacă se produce o scădere a ratei dobânzii pe piața financiară. Dacă întreprinderea alege un plasament cu dobândă variabilă ea poate profita de o eventuală creștere a ratei dobânzii pe piața financiară, dar suportă o pierdere dacă se înregistrează o scădere a ratei dobânzii pe piață. Același lucru se întâmplă și pentru **întreprinderile deficitare,** care contractează credite, fie cu dobânda fixă, fie cu rata variabilă a dobânzii. Dacă se apelează la un împrumut cu rata fixă a dobânzii, în cazul creșterii ratei pe piața financiară întreprinderea nu suportă nici o pierdere, dar dacă dobânda pieței scade, va resimți o lipsă de câștig posibil. Dacă se apelează la un credit cu dobânda variabilă, în cazul creșterii ratei dobânzii pe piața financiară întreprinderea va realiza costuri mai ridicate, iar în eventualitatea scăderii ratei dobânzii pe piață va realiza economii la costuri, deci va fi în avantaj.

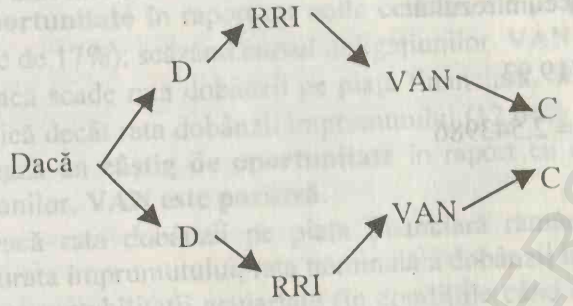
14.2. Gestiunea riscului de dobândă, componentă a gestiunii financiare

Gestiunea riscului ratei dobânzii este o componentă importantă a gestiunii financiare în măsura în care există fluctuații sensibile, neprevăzute ale ratei dobânzii. Investitorul este expus riscului când rata dobânzii obținute la plasamentele sale este diferită de cea previzionată. Riscul ratei dobânzii afectează costul finanțării unui agent economic când nivelul dobânzii la creditele utilizate este diferit de cel sperat.

Pentru ilustrarea manierei în care se produce riscul ratei dobânzii, vom lua exemplul unui împrumut obligatar având următoarele caracteristici:

- valoarea nominală (VN).....5000;
- numărul de ani ai împrumutului (n).....8;
- rata dobânzii împrumutului (D).....14%;
- rambursare finală (întreg împrumutul se rambursează la sfârșitul celui de al 8-lea an);
- prețul de emisiune (PE) este egal cu valoarea nominală și cu prețul de rambursare (PE = VN = PR);

Presupunem că un investitor a cumpărat o obligaţiune cu intenţia de a o păstra timp de 8 ani. În acest caz, randamentul de 14% nu este efectiv decât dacă rata dobânzii pe piaţa financiară rămâne nemodificată timp de 8 ani. Dacă, însă, rata dobânzii pe piaţa financiară creşte sau scade, randamentul obligaţiunii exprimat prin rata rentabilităţii interne (RRI) creşte sau scade corespunzător, dar valoarea actuarială netă (VAN) şi cursul obligaţiunii (C) se modifică după cum urmează:



Pentru demonstrarea mecanismului prezentat în schema de mai sus presupunem următoarele trei scenarii:

a) rata dobânzii pe piaţa financiară (14%) rămâne nemodificată timp de 8 ani;

b) rata dobânzii pe piaţa financiară scade la 9% imediat după emisiunea împrumutului şi se menţine astfel timp de 8 ani;

c) rata dobânzii pe piaţa financiară creşte la 17%, imediat după emisiunea împrumutului şi se menţine astfel timp de 8 ani.

a) **Rata dobânzii rămâne stabilă (14%)**

Considerând că obligatarul reinvesteşte cupoanele anuale (5000x0,14= 700) tot cu 14%, capitalul său la scadenţă (Cf) va fi:

$$C_f = \sum_{t=1}^{8} 700(1{,}14)^{8-t} + 5000 = 14262{,}93$$

ceea ce este egal cu ce s-ar fi putut obţine dacă acelaşi capital (5 000) ar fi fost plasat la o bancă, cu dobândă compusă de 14%, pe o perioadă de 8 ani.

$$Cf = CU^n = 5\,000(1{,}14)^8 = 14263{,}93$$

Randamentul capitalului este, în acest caz, egal cu RRI şi deci VAN = 0

$$VAN = \sum_{t=1}^{8} \frac{700}{1{,}14^t} + \frac{5000}{1{,}14^8} - 5000 = 0$$

b) **Rata dobânzii pe piața financiară scade la 9%.** Considerând că obligatarul reinvestește cupoanele anuale cu 9%, capitalul său la sfârșit va fi:

$$Cf = \sum_{t=1}^{8} 700(1{,}09)^{8-t} + 5000 = 12719{,}93$$

$$Cf = 700 \times 1{,}09^7 + 700 \times 1{,}09^6 + ... 700 + 5000 = 12719{,}93$$

În acest caz RRI realizată va fi 12,38%, deci mai mică decât rata împrumutului obligatar (14%), după cum rezultă:

$CU^n = Cf$

$5\,000(1 + R)^8 = 12\,719{,}93$

$$(1 + R)^8 = \frac{12719{,}93}{5000} = 2{,}543986$$

$R = 2{,}543986^{1/8} - 1$

$R = \sqrt[8]{2{,}543985} - 1$

$R = 12{,}38\%$

Dar VAN este pozitivă:

$$Cf = \sum_{t=1}^{8} \frac{700}{1{,}09^t} + \frac{5000}{1{,}09^8} - 5000 = 1383{,}70$$

adică **rezultă un câștig de oportunitate,** care se manifestă în creșterea cursului obligațiunilor (5000 + 1383,7 = 6387,7), ca urmare a faptului că acum obligatarul obține un randament de 12.38%, superior celui de 9% cât era rata dobânzii pe piața financiară. Prin urmare, este vorba de o pierdere mai mică.

c) **Rata dobânzii pe piața financiară crește la 17%.** Considerând că obligatarul reinvestește cupoanele anuale cu 17%, capitalul său final va fi:

$$Cf = \sum_{t=1}^{8} 700(1{,}17)^{8-t} + 5000$$

$$Cf = 700 \times 1{,}17^7 + 700 \times 1{,}17^6 + ... 700 \times 1{,}17 + 5000 = 15341{,}13$$

În acest caz, RRI realizată este de 15.04%, deci mai mare decât 14% cât era prevăzută în obligațiune.

$5000\,(1 + R)^8 = 15341{,}13$

$\boxed{RRI = 15{,}04\%}$

dar valoarea actuarială netă este negativă:

$$VAN = \sum \frac{700}{1{,}17^t} + \frac{5000}{1{,}17^8} - 5000 = -631{,}07$$

ceea ce înseamnă scăderea cursului obligaţiunii la 4386,93 (5000 - 631,07), adică **o pierdere de oportunitate** (un câştig mai mic), întrucât în loc de 17% obligatarul a obţinut 15,04%.

Concluzii:

- Dacă creşte rata dobânzii pe piaţa financiară, obligatarul obţine RRI mai mare decât rata dobânzii împrumutului, dar realizează o **pierdere de oportunitate** în raport cu noile condiţii ale pieţei financiare (15,04% în loc de 17%), scăzând cursul obligaţiunilor. **VAN este negativă.**
- Dacă scade rata dobânzii pe piaţa financiară, obligatarul obţine RRI mai mică decât rata dobânzii împrumutului (12.04% în loc de 14%), dar realizează un **câştig de oportunitate** în raport cu creşterea cursului obligaţiunilor. **VAN este pozitivă.**
- Dacă rata dobânzii pe piaţa financiară rămâne nemodificată pe toată durata împrumutului, rata nominală a dobânzii împrumutului este egală cu rata rentabilităţii actuariale (în condiţiile când PE = VN = PR). **În acest caz VAN este nulă.**

Schematic, condiţiile şi concluziile de mai sus pot fi prezentate astfel:

Pentru investitor (obligatar)

Rata dobânzii pe piaţa financiară creşte de la 14%,la 17%	Rata dobânzii pe piaţa financiară scade de la 14%, la 9%	Rata dobânzii pe piaţa financiară se menţine nemodificată, la 14%
RRI realizată 15,04% / VAN realizată -631,07	RRI realizată 12,38% / VAN realizată 1387,7	RRI realizată 14% / VAN realizată 0
↓	↓	↓
Pierdere de oportunitate (câştig mai mic) pentru că investitorul obţine 15,04% în loc de 17%	Câştig de oportunitate (pierdere mai mică) pentru că investitorul obţine 12,38% în loc de 9%	Rentabilitatea efectivă este egală cu cea prevăzută RRI = D
↓	↓	↓
VAN fiind negativă, scade cursul obligaţiunilor (5 000 - 631,07 = 4368,93)	Creşte cursul obligaţiunilor (5 000 + 1387,7 = 6383,7) VAN este pozitivă	Cursul obligaţiunilor rămâne la 5000, adică la nivelul valorii nominale VAN este neutră.

Pentru emitentul împrumutului obligatar

Costul de finanțare realizată	VAN realizată
15.04%	- 631.07

↓

Costul final al finanțării pentru emitent (15.04%) este inferior dobânzii pieței (17%). Rezultă un câștig de oportunitate (o pierdere mai mică), pentru că întreprinderea nu se finanțează cu 17%

↓

VAN fiind negativă, scade cursul obligațiunilor la 4 368,93(5000 - 631,07)

Costul de finanțare realizată	VAN realizată
12.38%	1 383.7

↓

Costul final al finanțări pentru emitent (12.38%) este superior dobânzii pieței (9%). Rezultă o pierdere de oportunitate (un câștig mai mic), pentru că întreprinderea nu se finanțează cu 9%

↓

VAN fiind pozitivă, crește cursul obligațiunilor la 6383,7 (5000 + 1383.7)

Cost de finanțare realizată	VAN realizată
14%	0

↓

Costul efectiv al finanțării este egal cu rata dobânzii împrumutului RRI = D

↓

VAN fiind neutră, cursul obligațiunilor rămâne la 5000 (VN)

Riscul ratei dobânzii care determină fluctuații ale randamentului pentru investitor corespunde simetric fluctuațiilor de cost pentru emitent. Costul finanțării pentru emitent va depinde de evoluția costului refinanțării în cursul celor opt ani. În cazul creșterii ratei dobânzii la 17%, costul final al împrumutului pentru emitent va fi de 15,04%, iar în cazul scăderii ratei dobânzii la 9% costul său va fi de 12,38%.

În primul caz emitentul realizează un câștig de oportunitate finanțându-se, totuși, la o dobândă inferioară celei de 17%; în cazul al doilea, emitentul va suporta o pierdere de oportunitate, întrucât nu se poate finanța cu 9%.

14.3. Tehnici tradiționale de potecție împotriva riscului de dobândă

Ca mijloc de protecție împotriva riscului ratei dobânzii întreprinderile utilizează, frecvent și de mult timp, anumite procedee.

a) **Alegerea deliberată, fie a ratei fixe, fie a ratei variabile a dobânzii,** în funcție de tendințele pieței. În perioada de creștere a ratei dobânzii întreprinderile se străduiesc să plaseze disponibilitățile cu o rată variabilă a dobânzii și să se împrumute cu o rată fixă de dobândă. În situația inversă, când pe piață se conturează un

proces de reducere a ratei dobânzilor, întreprinderile vor căuta să plaseze cu dobândă fixă şi să se împrumute cu dobândă variabilă. Prin aceste încercări întreprinderile obţin sau caută să obţină cele mai bune condiţii valabile pentru momentul contractării şi vizând anticiparea evoluţiei pieţei dar, odată încheiat contractul, gestionarea riscului se limitează la simpla supraveghere a fluxului dobânzilor, neputând interveni pe parcursul contractului de plasament sau de credit.

b) **Alegerea plasamentelor sau creditelor pe termen lung, mediu sau scurt.** Decizia privind mărimea perioadei se ia funcţie de anticipările făcute în legătură cu creşterea sau scăderea probabilă a ratei dobânzii pe piaţa financiară. Pentru împrumuturi se tinde pentru perioade cât mai mari dacă se anticipează o creştere a ratei dobânzii şi, invers, se va urmări contractarea creditelor pentru perioade cât mai reduse dacă se anticipează o reducere a ratei dobânzii pe piaţă. Pentru plasamente se vor urmări perioade cât mai lungi dacă se anticipează scăderea ratei dobânzii şi perioade cât mai scurte dacă se anticipează creşterea ratei dobânzii.

c) **Alegerea unor contracte de împrumut, cu posibilitatea expresă de a putea rambursa la anumite termene în avans** faţă de scadenţa finală, sau creditorul să poată cere rambursarea în avans. Dacă pe piaţă va creşte rata dobânzii, creditorul poate ieşi din contract (poate retrage creditul) găsind alt plasament mai convenabil; dacă pe piaţă va scădea rata dobânzii, debitorul poate ieşi din contract, rambursând anticipat şi angajând alt împrumut în condiţii mai avantajoase.

d) **Divizarea împrumutului în două tranşe egale şi indexate invers,** cu un anumit indice de creştere sau scădere a ratei dobânzii. Orice evoluţie viitoare a ratei dobânzii va face ca pierderea realizată la o tranşă să se compenseze cu câştigul realizat la cealaltă tranşă. Astfel de împrumuturi se numesc de sensibilităţi opuse sau „bull and bear".

Ceea ce caracterizează aceste tehnici tradiţionale se materializează în faptul că eficacitatea garanţiei împotriva riscului depinde de alegerea iniţială. Dacă alegerea este pertinentă, debitorul îşi vede cheltuielile diminuate în cazul scăderii ratei dobânzii şi nemajorate în cazul procesului de creştere a ratei dobânzii. Întreprinderile care plasează disponibilităţile îşi păstrează şansele iniţiale, în cazul scăderii ratei dobânzii şi beneficiază în cazul creşterii acesteia. Dacă alegerea iniţială este greşită apar inevitabil greutăţi financiare.

14.4. Tehnici noi de protecţie împotriva riscului de dobândă

În noile tehnici de gestionare a riscului ratei dobânzii apare posibilitatea de a disocia creditul de plasament. Ele permit acoperirea riscului de dobândă, atât pentru creditor şi debitor, cât şi pentru plasamente făcute şi plasamente primite. Aceste tehnici au o flexibilitate mai mare, o independenţă faţă de angajamentul iniţial (contract), permiţând o mai bună gestionare a riscului de dobândă. Principalele tehnici sunt: swap, contractul la termen şi opţiunile.

14.4.1. Swap pentru rata dobânzii

Tehnica Swap cunoaște în prezent un succes însemnat în viața financiară datorită facilităților pe care le oferă gestiunii de trezorerie. Această tehnică permite unei întreprinderi care anticipează, spre exemplu, o reducere a ratei dobânzii pe piața financiară, să schimbe o datorie cu dobândă fixă într-una cu dobândă variabilă.

Noțiunea swap se traduce prin schimb. Swap este o tranzacție prin care o întreprindere schimbă un contract de credit cu anumite caracteristici cu un contract având alte caracteristici, Swap pentru rata dobânzii este tot un contract între două părți, care schimbă caracteristicile împrumutului sau ale plasamentelor lor.

Swap pentru rata dobânzii se poate realiza în mai multe combinații: schimbul unei datorii cu dobândă variabilă, contra unei datorii dobândă fixă în aceeași monedă; schimbul unei datorii cu dobândă variabilă, contra unei datorii cu dobândă variabilă exprimate în aceeași monedă; schimbul unei datorii cu dobândă variabilă, contra unei datorii cu dobândă variabilă exprimate în devize diferite; schimbul unei datorii cu dobândă fixă, contra unei datorii cu dobândă fixă exprimate în alte devize; schimbul unei datorii cu dobândă fixă, contra unei datorii cu dobândă variabilă în alte devize.

Contractul dintre cele două părți cuprinde clauze variate: durata contractului, capitalul de referință (care este purtător de dobânda în discuție), periodicitatea plății dobânzii, ce fel de rate ale dobânzii se schimbă, data intrării în vigoare, devizele tratate etc.

Spre exemplu, o întreprindere îndatorată cu rata variabilă a dobânzii, pe termen de 5 ani, dorește să modifice riscul ce decurge din oscilația neprevăzută a ratei dobânzii pieței. În acest caz, ea poate contracta un Swap pentru rata dobânzii, cu rata fixă, pe 5 ani, în schimbul contractului inițial cu dobândă variabilă.

Dacă în intervalul de timp de la contractarea Swap până la scadență, rata dobânzii pe piața financiară crește, întreprinderea nu-și va majora costul împrumutului obținând un câștig de oportunitate. Dacă, dimpotrivă, în intervalul amintit rata dobânzii scade, întreprinderea va înregistra o pierdere de oportunitate (fără să-și majoreze costurile).

Strategii de utilizare a Swap pentru rata dobânzii

- Contractul Swap poate oferi condiții bune pentru apărarea împotriva riscului ce decurge din oscilațiile ratei dobânzii, ceea ce îl face să fie un instrument de protecție în cazul împrumutului sau plasamentului pe termen lung sau mediu.
- Contractul Swap poate îmbunătăți condițiile unui împrumut sau plasament, profitând de anticiparea corectă a creșterii sau scăderii ratei dobânzii pe piața financiară.

• Contractul Swap poate fi utilizat şi pentru operaţiuni speculative, adică pentru acele operaţii care nu vizează un împrumut sau un plasament efectiv, ci doar operaţiuni financiare curente în scopul obţinerii de câştig.

14.4.2. Contractul la termen pentru rata dobânzii (CT-D)

În perioada de fluctuaţii bruşte şi însemnate ale nivelului dobânzilor există şanse de câştig, dar şi riscul de pierdere. Contractele la termen răspund unor nevoi reale ale operaţiunilor în perioadele de instabilitate a dobânzilor, în sensul de a proteja agenţii economici împotriva variaţiilor neaşteptate şi negative; prin intermediul lor pot fi schimbate creanţe la termen în scopul reducerii incertitudinii în perioade de instabilitate, contracarării efectelor fluctuaţiilor imprevizibile în vederea menţinerii plasamentelor şi afacerilor viitoare.

Contractul la termen defineşte, în prezent, condiţiile unei livrări viitoare; spre exemplu, poate stabili în prezent preţul la care se va livra o marfă, un titlu de credit peste un anumit timp în vederea eliminării incertitudinii şi aşteptării.

Întreprinzătorul care cumpără un titlu la termen, în condiţii prestabilite, elimină incertitudinea cu privire la cursul viitor al titlului respectiv, numai că preţul convenit în prezent poate să-i fie defavorabil în momentul când primeşte livrarea.

Caracteristic contractelor la termen este faptul că **incertitudinea sau riscul se transferă de la cei ce nu vor să şi le asume către cei ce vor şi au mijloace de a şi le asuma**, bineînţeles că în mod oneros.

Este cunoscut faptul că valoarea unui titlu, spre exemplu, o obligaţiune, variază invers proporţional cu oscilaţiile ratei dobânzii pe piaţa financiară. O obligaţiune cu VN = 100 şi D = 10% are cursul de 100 numai dacă rata dobânzii la obligaţiunile noi este tot de 10%; dacă, însă, rata dobânzii pe piaţă creşte la 12%, cursul obligaţiunilor va scădea, întrucât nimeni nu mai doreşte să achiziţioneze (să plaseze capital) în obligaţiuni cu 10%, ci toţi potenţialii cumpărători se vor orienta către obligaţiunile cu 12%; fenomenul se petrece invers în cazul scăderii ratei dobânzii.

În aceste condiţii, dacă o întreprindere care deţine obligaţiuni (active financiare) apreciază o creştere viitoare a ratei dobânzii, ceea ce i-ar putea provoca o pierdere (prin scăderea cursului obligaţiunilor), **ea poate vinde la termen,** cu preţul existent în prezent, adică îşi asigură preţul de astăzi pentru o livrare (vânzare) ce va avea loc peste câteva luni, contra unui comision.

Contractul la termen pentru rata dobânzii este un angajament de a livra sau a primi un împrumut (obligaţiuni), la o dată prestabilită şi la un preţ determinat în prealabil.

Principiul de bază al CTD este relația inversă care leagă variația ratei dobânzii de cea a cursului contractului la termen.

CT	↓	D

Dacă ↗ D → se obține câștig în cazul vânzării CT și pierdere în cazul cumpărării CT

Dacă ↘ D → se obține pierdere în cazul vânzării CT și câștig în cazul cumpărării CT

- Vânzând la termen, cu o anticipare corectă a creșterii ratei dobânzii, prețul contractului se diminuează. Se realizează un câștig întrucât se poate răscumpăra contractul la termen la un curs inferior celui de vânzare.
- Cumpărând la termen, cu o anticipare corectă a scăderii ratei dobânzii, prețul contractului la termen crește. Se realizează un câștig, întrucât se pot revinde contractele la termen la un curs superior celui de cumpărare.

Pentru țările care dispun de o piață de capital evoluată, contractele la termen se pot negocia, pe o piață distinctă, organizată, aflată sub supravegherea unei autorități competente (cum ar fi camera de compensare), care asigură buna funcționare a pieței, controlează operațiunile, securitatea pieței, agreează sau respinge aderenții la piață etc.

14.4.3. Opțiuni pentru rata dobânzii

Opțiunea este un drept (nu și o obligație) de a cumpăra sau a vinde un volum stabilit de active, la o dată determinată sau în orice moment până la acea dată, la un preț stabilit în avans (preț de exercițiu), contra unei prime plătibile imediat. Opțiunile au avantajul, comparativ cu Swap sau contractul la termen, de a câștiga în eventualitatea unei evoluții favorabile a ratei dobânzii și de a nu pierde în cazul unei evoluții nefavorabile. De aceea opțiunile oferă cea mai mare suplețe în gestionarea riscului ratei dobânzii; ele permit întreprinderii de a nu suporta consecințele unei erori de anticipație a evoluției ratei dobânzii, având dreptul de a nu exercita opțiunea în aceste cazuri.

Cumpărarea unei opțiuni pentru rata dobânzii permite unei întreprinderi să-și asigure, pentru o perioadă de timp, fie costul maxim acceptabil al unui credit viitor, fie remunerația minimă acceptabilă a unui plasament viitor. La termenul convenit pentru luarea creditului sau efectuarea plasamentului întreprinderea are posibilitatea de a exercita opțiune (dacă evoluția ratei dobânzii este nefavorabilă) sau de a abandona opțiunea.

Pentru ca întreprinderea să-și exercite dreptul de opțiune **la un plasament** (cumpărări de titluri) rata dobânzii de exercițiu (la care se încheie contractul)

trebuie să fie mai mare decât rata dobânzii de referinţă (rata care va fi la termenul cumpărării); **la un împrumut**, dimpotrivă, pentru a exercita opţiunea rata dobânzii de exerciţiu trebuie să fie mai mică decât rata dobânzii de referinţă.

Dacă rata de exerciţiu este cea din momentul contractării opţiunii şi este cunoscută cert de părţi şi specificată în contract, rata dobânzii de referinţă se va cunoaşte în viitor, la termenul convenit în contract. În general, rata dobânzii de referinţă se stabileşte în funcţie de costurile înregistrate de bănci pentru procurarea capitalului (IBOR),[1] la care se adaugă beneficiul băncii. Diverse pieţe financiare pot avea costuri diferite. Astfel, pentru piaţa financiară a Londrei costurile se calculează LIBOR, pentru piaţa franceză PIBOR, pentru Berlin BIBOR etc.

Opţiunile pentru rata dobânzii (OD) reprezintă o tehnică care permite utilizatorului, în schimbul unei prime, de a-şi asigura o rată a dobânzii maximă acceptabilă la împrumut sau o rată minimă acceptabilă la plasament, fără a pierde posibilitatea de a beneficia de o eventuală evoluţie favorabilă a ratei dobânzii de pe piaţa financiară.

Prin conţinut, opţiunile pentru rata dobânzii se apropie de caracteristicile unui contract de asigurare:

⇒ debitorul îşi ia măsuri asiguratorii împotriva unei previzibile creşteri a ratei dobânzii pieţei, rezervându-şi dreptul de a beneficia de o eventuală evoluţie favorabilă a ratei dobânzii;

⇒ creditorul (investitorul) îşi ia măsuri de protecţie împotriva unei eventuale scăderi a ratei dobânzii, rezervându-şi dreptul de a beneficia de o eventuală creştere a ratei dobânzii;

⇒ costul opţiunii este prima.

Opţiunile pentru rata dobânzii constituie instrumente suple de gestionare a riscului dobânzii, permiţând întreprinderii de a nu suporta consecinţele unei erori de anticipaţie (previziune), în măsura în care ea nu exercită opţiunea.

Analizând în detalii opţiunile, rezultă:

Cumpărătorul de opţiuni, în schimbul primei, beneficiază de dreptul de exerciţiu, adică are posibilitatea să cumpere activele contractate sau să renunţe de a le mai cumpăra:

⇒ el poate cumpăra o opţiune de cumpărare, care-i dă dreptul de a cumpăra la un preţ convenit sau, la termen, să se abţină de la cumpărare;

⇒ el poate cumpăra o opţiune de vânzare, care-i dă dreptul de a vinde la termen, la un preţ convenit, sau de a renunţa la vânzare.

Vânzătorul de opţiuni primeşte prima, dar se angajează ferm şi irevocabil, fie să vândă anumite active la termen la un preţ convenit, fie să cumpere active la termen, la un preţ convenit.

[1] IBOR – International Bank Offered Rate

1. Cumpărătorul are dreptul de a exercita opțiunea	→	Vânzătorul preia angajamentul ferm
2. Cumpărarea unei opțiuni de cumpărare înseamnă dreptul de a cumpăra niște active la un preț convenit și la o dată prestabilită	→	Vânzarea unei opțiuni de cumpărare înseamnă angajamentul de a vinde la un preț convenit și la o dată prestabilită
3. Cumpărarea unei opțiuni de vânzare înseamnă dreptul de a o vinde la termen, la un preț convenit	→	Vânzarea unei opțiuni de vânzare înseamnă angajamentul de a vinde la termen, la un preț convenit
4. Pierderea maximă pentru cumpărătorul de opțiuni este prima	→	Pierderea maximă pentru vânzătorul de opțiuni este nelimitată
5. Câștigul maxim pentru cumpărătorul de opțiuni este nelimitat	→	Câștigul maxim pentru vânzătorul de opțiuni este prima

Pentru cumpărătorul de opțiuni prima constituie o asigurare că, oricare ar fi evoluția viitoare a ratei dobânzii pieței, el nu va avea de plătit nimic în plus decât prima, dar va putea profita de evoluția favorabilă a ratei dobânzii.

Pentru vânzător apare certă prima încasată (câștigul său), dar poate înregistra pierderi oricât de mari.

De aceea, opțiunea este în esență un contract de asigurare: contra unei prime vânzătorul de opțiuni își asumă riscul ratei dobânzii.

Prețul opțiunii pentru rata dobânzii (mărimea primei) depinde de:

⇒ prețul de exercițiu al opțiunii;
⇒ durata contractului;
⇒ amplitudinea oscilațiilor ratei dobânzii;
⇒ caracteristicile pieței.

• Prețul de exercițiu sau rata dobânzii de exercițiu este prețul convenit în contract, care se apreciază în funcție de cursul valorilor care fac obiectul opțiunii.

• Durata contractului este perioada dintre semnarea contractului de vânzare sau cumpărare de active și scadența opțiunii. Mărimea primei este direct proporțională cu durata contractului.

• Amplitudinea oscilațiilor ratei dobânzii constatate pe piața financiară sau previzionate pe durata contractului acționează, de asemenea, direct proporțional asupra mărimii primei.

• Caracteristicile pieţei se referă la cererea şi oferta de opţiuni; oferta mare de opţiuni acţionează în sensul micşorării primei şi invers.

Tipuri de opţiuni ⇒ opţiuni de cumpărare (call);
⇒ opţiuni de vânzare (put).

Opţiunile de cumpărare conferă cumpărătorului de opţiuni, în schimbul unei prime, dreptul nu şi obligaţia de a cumpăra active (de a plasa capital), la o dobândă de exerciţiu, într-o sumă şi perioadă determinate.

Contractul OD se derulează astfel: o întreprindere care vrea să plaseze capital peste un timp (6 luni) şi care anticipează o scădere a ratei dobânzii pieţei, cumpără în prezent un contract call, cu o scadenţă peste 6 luni, cu dobânda de exerciţiu de 10% şi o primă de 0,25%.

La scadenţă:

⇒ dacă rata **dobânzii de referinţă este de 8%**, întreprinderea exercită opţiunea în sensul că achiziţionează active cu 8% , dar primeşte diferenţa de 2% de la vânzătorul de opţiuni;

⇒ dacă rata **dobânzii de referinţă este de 12%**, întreprinderea abandonează opţiunea, plasându-şi capitalul direct pe piaţă.

Exemplu. O întreprindere doreşte să plaseze capital peste 3 luni şi, temându-se de o eventuală scădere a ratei dobânzii, cumpără la 1 septembrie o opţiune de cumpărare de active (call) cu următoarele caracteristici:

- suma ... 50000000
- scadenţa: 1 septembrie
- D de exerciţiu ... 9%
- D de referinţă: PIBOR 3 luni
- prima: 0,25%

La data cumpărării opţiunii de cumpărare, cumpărătorul plăteşte prima către vânzătorul de opţiuni: $50000000 \times 0{,}25 \frac{90}{360} = 31250$

La scadenţă:

⇒ PIBOR 3 luni = 7%. În acest caz întreprinderea exercită opţiunea de cumpărare de active (obligaţiuni), vânzătorul fiind obligat să-i dea diferenţa de 2%

Randamentul fiind: 9% - 0,25% = 8,75%

⇒ PIBOR 3 luni = 11%. Întreprinderea abandonează opţiunea plasând capitalul său direct pe piaţa financiară

Randamentul plasamentului: 11% - 0,25% = 10,75%

Rezultatul opțiunii call: întreprinderea este apărată împotriva scăderii ratei dobânzii, păstrându-și posibilitatea de a beneficia de evoluția favorabilă a ratei dobânzii; prima rămâne ferm plătită, indiferent dacă opțiunea se exercită sau se abandonează.

Opțiunea de vânzare (put) conferă cumpărătorului de opțiuni, contra unei prime, dreptul dar nu și obligația de a vinde active (obligațiuni), adică de a se împrumuta cu o rată de exercițiu, într-o sumă și pentru o perioadă determinate.

Cumpărătorul de opțiuni "put" se asigură contra unei eventuale creșteri a ratei dobânzii pe piața financiară, care ar spori costul finanțării sale. El va exercita, însă, opțiunea numai dacă dobânda de referință este mai mare decât dobânda de exercițiu.

O întreprindere dorește, spre exemplu, să-și asigure începând din prezent (să înghețe) rata dobânzii la un împrumut pe care-l va contracta peste 3 luni. Anticipând o creștere a ratei dobânzii, care-i va îngreuna sarcinile financiare (costul), întreprinderea cumpără un „put", cu rata dobânzii de exercițiu de 9%, vărsând o primă de 0,3%.

La scadență:

⇒ **dacă rata dobânzii de referință este 11%**, întreprinderea exercită opțiunea, primind diferența de dobândă de la vânzătorul de „put". Acum pe cumpărător îl costă: 11% - 2% + 0,3% = 9,30%

⇒ **dacă rata dobânzii de referință este de 7%,** întreprinderea va abandona opțiunea, împrumutându-se direct de pe piața financiară (vinde obligațiunile direct pe piață) Acum, costul întreprinderii este: 7% + 0,3 = 7,30%

Exemplu. O societate comercială dorește, la 1 august, să se împrumute peste 3 luni. Temându-se de o eventuală creștere a ratei dobânzii pe piața financiară, ea cumpără un "contract put" cu următoarele caracteristici:

- suma..... 10000000
- scadența ..... 1 noiembrie
- D de exercițiu..... 10%
- D de referință..... BIBOR 3 luni
- prima..... 0.25%

La data cumpărării opțiunii de vânzare (put) cumpărătorul plătește prima:

$$10000000 \times 0{,}25\frac{90}{360} = 6250$$

La scadență

⇒ BIBOR 3 luni = 12%. Întreprinderea exercită opțiunea, vânzătorul fiind obligat să-i împrumute suma de 10000000 cu dobânda de 10%.
Costul împrumutului: 10% + 0,25% = 10,25%

⇒ BIBOR 3 luni = 8%. Întreprinderea abandonează opțiunea, împrumutându-se direct de pe piața financiară.
Costul împrumutului: 8% + 0,25% = 8,25%

Regulă: Pentru ca o întreprindere să-şi exercite dreptul de opţiune este necesar ca:

⇒ La plasamente D de exerciţiu > D de referinţă
⇒ La împrumut D de exerciţiu < D de referinţă

În acest fel, tehnica opţiunilor permite stabilirea cu anticipaţie a costului maxim admisibil la împrumut şi a randamentului minim acceptabil pentru plasament.

14.5. Riscul valutar pentru agenţii economici

Riscul cursului de schimb valutar poate fi caracterizat ca fiind eventualitatea pierderii la un contract de import / export, la o convenţie de credit extern, acord de plăţi sau acord de cooperare economică internaţională, ca urmare a deprecierii valutei din contract ce s-ar putea produce în intervalul dintre semnarea contractului şi data încasării/plăţii în valută. Riscul de schimb valutar este un risc suportat de întreprinderi asupra ansamblului operaţiunilor efectuate în monedă străină.

Pentru creditor riscul valutar apare în eventualitatea scăderii puterii de cumpărare a monedei în care este exprimat creditul, ca urmare a deprecierii (scăderea cursului, adică crearea unei diferenţe de curs nefavorabile) şi, mai rar, a devalorizării (scăderea conţinutului în aur a monedei).

Pentru debitor riscul valutar apare când, la scadenţă, plata sumei datorate se face într-o monedă a cărei putere de cumpărare a crescut, în perioada de la semnarea contractului şi până la efectuarea plăţii.

Spre exemplu, dacă la semnarea contractului, creditorul român îşi evaluează creanţa la un curs de 1 USD = 1000 lei, iar la scadenţă cursul a devenit 1 USD = 900, înseamnă că creditorul român pierde 100 lei pentru fiecare dolar cuvenit prin contract.

Situaţia se prezintă altfel pentru debitorul român. Dacă la semnarea contractului raportul de schimb valutar era, spre exemplu, de 1 USD = 1500 lei, iar la scadenţă 1 USD = 1700 lei, înseamnă că debitorul român va plăti câte 200 lei în plus pentru fiecare dolar datorat.

Comerţul internaţional ocazionează apariţia frecventă a riscului de schimb valutar.

Pentru importator riscul valutar apare în eventualitatea creşterii cursului valutei străine sau a scăderii cursului monedei naţionale. În ambele cazuri importatorul trebuie să plătească o sumă mai mare, în moneda naţională, decât prevăzuse.

Pentru exportator riscul valutar apare în eventualitatea când factureză într-o monedă străină al cărei curs scade până la scadenţă sau creşte cursul propriei

monede naționale până la aceeași dată. În ambele cazuri va primi o sumă mai mică, în moneda națională, decât prevăzuse.

În exprimare bilanțieră pierderile provocate de riscul valutar apar diferit la elementele de activ sau de pasiv. **La activele în valută** ale creditorului, riscul de pierdere valutară apare ca urmare a deprecierii valutei respective sau a creșterii cursului monedei naționale. **La pasivele în valută** ale debitorului, pierderea este provocată de creșterea cursului monedei străine sau de scăderea cursului monedei naționale, finalizându-se cu majorarea datoriei.

14.5.1. Categorii de risc valutar

Riscul valutar este cu atât mai mare, cu cât cursurile sunt mai instabile.

Riscul valutar ⇒ risc asupra operațiunilor comerciale;
⇒ risc asupra operațiunilor financiare;
⇒ riscul de grup.

Riscul valutar asupra operațiunilor comerciale se produce, atât pentru importator, cât și pentru exportator.

Importatorul suportă riscul valutar între data cumpărării și data la care se face plata în monedă străină. Dacă în intervalul amintit cursul monedei străine crește în raport cu moneda națională, importatorul va suporta o pierdere.

Exportatorul care facturează într-o monedă străină suportă riscul valutar între data exportării și încasarea contravalorii mărfurilor. Dacă în acest interval cursul monedei străine crește, exportatorul va obține un câștig și invers, dacă scade cursul monedei străine, va realiza o pierdere.

Riscul valutar asupra operațiunilor financiare. Chiar dacă o întreprindere nu este angajată în operațiuni de import / export, ea are latitudinea de a se împrumuta din străinătate (pentru a beneficia, de exemplu, de o rată de dobândă mai avantajoasă decât în țară), sau de a plasa capital în străinătate (în căutare de rentabilități avantajoase).

În cazul împrumutului din străinătate, dacă crește cursul devizei în care este exprimat împrumutul, față de moneda națională, debitorul va suporta o pierdere atât la rambursare, cât și la plata dobânzilor aferente, în raport cu calculele inițiate. În schimb, dacă scade cursul monedei străine față de cea națională, împrumutatul va fi în avantaj financiar.

În cazul plasamentelor de capital în străinătate, dacă crește cursul monedei străine investitorul poate obține câștig în capital și în remunerație; dacă însă scade cursul respectivei valute străine, se pot înregistra pierderi.

Riscul de grup este un risc care apare cu prilejul conversiunii în moneda naţională a conturilor filialelor din străinătate. Riscul se poate produce nu numai pentru întreprinderi, ci şi pentru instituţii financiare şi bănci. Este vorba de preţul devizelor în raport cu moneda naţională, spre exemplu, pentru o bancă ce are creanţe sau datorii în diverse monede.

Riscurile nu se apreciază global. Dimpotrivă, ele se urmăresc deviză cu deviză, întrucât pot fi mai mari sau mai mici, iar căile de urmat trebuie să fie concrete pentru fiecare deviză.

14.6. Protecţia împotriva riscului valutar

Riscul valutar impune maximă prudenţă partenerilor de afaceri situaţi în ţări diferite. Prin natura sa, riscul valutar reprezintă o frână în dezvoltarea relaţiilor comerciale internaţionale. În comerţul internaţional obţinerea unui preţ remuneratoriu este o condiţie importantă dar nu suficientă. A devenit necesară asigurarea împotriva riscului de curs valutar pentru a nu transforma câştigul obţinut prin preţ într-o pierdere sau într-un câştig mai mic din cauza fluctuaţiilor cursului de schimb valutar.

În aceste condiţii, protecţia împotriva riscului valutar a căpătat o mare însemnătate.

În linii generale preţul în contractul extern este cert şi valabil numai pentru partenerul în a cărui monedă naţională este exprimată tranzacţia; pentru celălalt partener, contractul fiind exprimat în monedă străină, apare riscul valutar. Dacă preţul este exprimat într-o monedă terţă, riscul valutar este prezent pentru ambii parteneri.

Posibilităţile de protecţie împotriva riscului valutar le-am putea grupa astfel: **măsuri de prevenire** a riscului valutar, prin inserarea în contractul economic a diverselor clauze asiguratorii sau de consolidare valutară, şi **măsuri de reparare** a pierderilor suportate, folosind diverse tehnici.

Operaţiunile de protecţie, prin natura lor, nu urmăresc un câştig, ci anularea consecinţelor negative ale variaţiilor cursurilor valutare. Asemenea operaţiuni de protecţie fac parte din gestiunea normală a patrimoniului, neputând să fie calificate drept speculaţii financiare.

Gestiunea riscului de schimb valutar are drept obiect minimizarea pierderilor ce ar putea surveni din variaţiile cursurilor valutare. **Pe termen scurt,** gestiunea riscului valutar îşi propune ca elementele de cheltuieli ce formează costul operaţiunilor îndreptate spre evitarea pierderilor să fie mai mici decât pierderea ce s-ar putea produce fără protecţia împotriva riscului valutar. **Pe termen lung** se urmăreşte ca cheltuielile de protecţie să nu reprezinte decât o anumită fracţiune din pierderile potenţiale provenite din riscul valutar.

Măsuri de protecţie împotriva riscului valutar ⇒ în cadrul contractelor economice;
⇒ în afara contractelor economice.

14.6.1. Protecția în cadrul contractului

Măsurile de protecție împotriva riscului valutar, în cadrul contractului, se realizează prin inserarea unor clauze asiguratorii și are un caracter preventiv. Prezentăm în continuare câteva dintre clauzele cu frecvență mai mare în contractele externe.

• **Clauza valutară.** Moneda de plată din contract este legată de o altă monedă, convenită între părți, considerată „forte", deci mai stabilă și care poate fi denumită monedă de referință.

Dacă moneda de plată se depreciază față de moneda de referință, plata se face într-o sumă corespunzătoare, mai mare și invers. O variantă a acestei clauze valutare poate prevedea menținerea raportului valoric între monedele partenerilor la data ofertei, a semnării contractului, sau a scadenței de plată.

• **Clauza post-stabilire preț.** Prețul contractual ferm este înlocuit, în acest caz, cu dreptul furnizorului de a stabili prețul definitiv, în acest caz cu dreptul furnizorului de a stabili prețul definitiv în momentul livrării sau alt moment convenit. Această clauză se utilizează în situațiile când stabilirea prețului nu se poate face în momentul semnării contractului, ca urmare a necunoașterii, la acea dată, a modului cum pot evolua prețurile unor elemente ale costurilor de producție la furnizor (energie, materiale, salarii etc.).

De regulă însă, cumpărătorii sunt reticenți față de contractele în care nu se precizează prețul încă de la început.

• **Clauza timp.** Riscul valutar depinde de factorul timp; cu cât este mai mare perioada de timp de la semnarea contractului și până la efectuarea plății, cu atât mai mari pot fi oscilațiile cursului valutar. Prin urmare, partenerii își pun problema eliminării sau atenuării factorului timp, ca mijloc de a reduce riscul valutar. Drept măsuri, pe această linie, pot fi adoptate plata în avans sau anticipată, plata la livrare sau la scurt termen de la livrare, plata în rate etc.

• **Clauza difuzării riscului.** Partenerii pot conveni la repartizarea tranzacției pe mai multe operații separate, astfel ca riscul valutar să poată fi (împrăștiat) diseminat spațial, temporal sau personal:

⇒ diseminarea spațială presupune ca un export, spre exemplu, să fie făcut în mai multe țări, astfel încât riscul valutar de pierdere din cauza unor restricții valutare să fie diminuat per total;

⇒ diseminarea temporală presupune împărțirea creanței globale în mai multe sume, cu termene diferite, ceea ce poate ocoli momentul în care valuta din contract va slăbi cel mult prevenind astfel pierderea cea mai mare;

⇒ diseminarea personală are în vedere împărțirea creanței pe mai mulți debitori mai mici sau constituirea unui consorțiu bancar pentru creditarea unui debitor cu sume mari.

• **Alegerea monedei de facturare.** Pentru evitarea suportării riscului valutar soluția cea mai simplă este de a factura în moneda națională, ceea ce elimină multe incertitudini. În acest fel, exportatorul care a facturat în moneda națională cunoaște perfect suma ce o va primi, iar importatorul suma ce trebuie s-o plătească. Dacă există clauza indexării prețului printr-o deviză terță (de referință) atunci, chiar facturată în moneda națională, operațiunea va fi legată de oscilațiile cursului valutar al devizei terțe.

Dar facturarea în moneda națională nu este totdeauna posibilă din cauza intereselor opuse ale partenerilor de contract; importatorul este interesat ca facturarea să se facă într-o deviză slabă, susceptibilă de scăderea cursului valutar; exportatorul, în schimb, este interesat să factureze într-o monedă forte, susceptibilă de creșterea cursului valutar în raport cu propria monedă.

• **Clauza aur** constă în raportarea la aur a valorii tranzacției, fie ca valoare paritară, fie ca preț al aurului. Ca urmare a instabilității monetare, statele au renunțat la valori paritare ale monedelor lor în schimburile internaționale, deci clauza aur se referă acum doar la prețul aurului pe piață.

Dacă prețul aurului crește, debitorul va plăti o sumă corespunzător mai mare, și invers. Clauza aur nu apără însă de riscul fluctuației prețului aurului pe piață.

14.6.2. Protecția în afara contractului

Măsurile sau tehnicile de protecție împotriva riscului valutar ce pot fi adoptate de părți, fără a fi inserate drept clauze contractuale, pot fi diferite. Ele sunt la latitudinea fiecărui partener în parte, nefiind cazul să fie corelate cu ale celuilalt partener. Principalele tehnici de protecție împotriva riscului valutar ce pot fi aplicate în afara contractului sunt: credite paralele, avansuri - întârzieri, compensația, apelul la societăți de asigurare și acoperirea la termen.

• **Credite paralele.** Creditorul, a cărui creanță la termen este amenințată cu deprecierea valutei în care este exprimată tranzacția, va contracta un „credit paralel" la o bancă, în aceeași sumă, aceeași monedă și pe același termen. La scadență, creanțierul va încasa de la clientul său suma, să spunem, în monedă depreciată, dar va rambursa împrumutul în aceeași monedă depreciată. Ceea ce pierde în relația cu clientul extern, câștigă în relația cu banca, adică riscul valutar se transferă băncii. Dobânda pe care trebuie s-o plătească la creditul bancar poate fi acoperită din rentabilitatea ce se obține ca urmare a utilizării creditului.

• **Avansurile și întârzierile.** Este o tehnică relativ artizanală și constă în amânarea, cât mai mult posibil, a efectuării plăților și accelerarea cât mai mult posibil a încasărilor, în limite rezonabile, fără a prejudicia interesele partenerilor.

Astfel de manevre sunt posibile în orice conjunctură, dar în perioade de instabilitate a cursurilor valutare urmăresc, în esență, evitarea pierderilor ce ar putea proveni din diferențele de curs apărute între momentul încheierii contractului și efectuarea plății, respectiv a încasării.

Politica avansurilor și întârzierilor (leads and lags) se poate aplica în două variante, în funcție de tendințele de creștere sau scădere a cursului valutar pentru moneda avută în vedere:

⇒ accelerarea plăților și întârzierea încasărilor de creanțe, pentru a beneficia de preconizate creșteri ale cursului valutar;

⇒ întârzierea plăților și accelerarea încasării creanțelor pentru a preîntâmpina pierderile sau chiar a obține profit din preconizate scăderi ale cursului valutar.

Întreprinderea va plăti în avans când consideră că va avea loc o creștere a cursului valutar a monedei de contract și va întârzia încasarea creanțelor exprimate în aceeași valută. Când se anticipează, însă, o scădere a cursului valutar a monedei străine din contract, întreprinderea va încerca să întârzie plățile și să accelereze încasarea creanțelor, chiar acordând o bonificație clientului pentru rapiditate.

Pentru exportator și importator, lucrurile se prezintă, schematic, în felul următor:

Exportatorul

- Cu creanțe în devize forte, care au tendința de creștere a cursului valutar.
  ⇒ Va încerca să prelungească creditul comercial acordat clientului extern și să întârzie încasarea creanțelor.
- Cu creanțe slabe, în devize care au tendințe de scădere a cursului valutar.
  ⇒ Va încerca să scurteze timpul pentru creditul comercial acordat clientului extern, deci să accelereze încasarea creanței.

Importatorul

- cu datorii în devize forte, care au tendințe de creștere a cursului valutar.
  ⇒ Va încerca să accelereze plata datoriilor și să reducă creditul comercial primit.
- cu datorii în devize slabe, care au tendința de scădere a cursului valutar.
  ⇒ Va încerca să întârzie plata datoriilor sau să obțină noi termene de plată.

Evident, utilizatorul acestor tehnici trebuie să țină seama și să compare câștigul ce l-ar obține din diferența de curs valutar cu costul suplimentar ocazionat de prelungirea termenelor de plată.

• **Politica compensației (Netting).** O întreprindere poate reduce riscul valutar compensând obligațiile cu creanțele, exprimate în aceeași valută, întrucât, în acest caz, riscul vizează doar soldul tranzacțiilor.

• **Apelul la societăţi de asigurare.** Pentru a se proteja împotriva riscului valutar partenerii pot încheia contracte de asigurare, cu societăţi specializate de asigurări externe, prin care, contra unei prime de asigurare, transferă riscul valutar asupra respectivelor societăţi. Costul asigurării se apreciază că trebuie să fie mult inferior pierderii la care s-ar putea expune în cazul unei evoluţii nefavorabile a cursului valutar.

14.7. Acoperirea la termen împotriva riscului valutar

Acoperirea la termen a riscului valutar presupune aplicarea unor tehnici concrete, care, în prezent, sunt larg folosite în relaţiile comerciale internaţionale. Acoperirea la termen permite a fixa, în prezent, cursul de schimb valutar al unei tranzacţii viitoare. Mai precis, acoperirea la termen permite a fixa astăzi cursul de schimb al unei monede în timp şi, astfel, de a garanta în moneda naţională suma unei creanţe sau a unei datorii exprimate în monedă străină.

Spre exemplu, creditorul ameninţat să piardă din cauza deprecierii valutei în care este exprimat contractul, încheie un contract de vânzare la termen, a unei sume exprimate în aceeaşi monedă - deşi nu posedă încă acea valută - încasând de la partener, la vedere, suma acelei tranzacţii în moneda sa naţională.

Suma va fi utilizată imediat pentru scopuri economice astfel încât să aducă rentabilitate. La scadenţă, întreprinderea plăteşte tranzacţiile cu suma recuperată de la clientul din contractul economic extern. Ceea ce pierde din cauza deprecierii creanţei se compensează cu rentabilitatea operaţiunii de vânzare la termen.

Tehnici de acoperire la termen a riscului valutar:
- ⇒ Swap - devize;
- ⇒ Contract la termen - devize;
- ⇒ Opţiuni - devize.

14.7.1. Swap - devize

Această tehnică presupune un schimb efectiv de devize, evaluat la cursul zilei, cu angajamentul la termen de a proceda la schimbul invers, la un curs determinat. Operaţiunile swap-devize se efectuează în special de bănci, dar şi de societăţi comerciale mari, cu o activitate importantă comercială şi financiară internaţională.

Operaţiunea swap - devize se descompune astfel:

⇒ Vânzarea efectivă a devizei A, contra devizei B, la un curs anumit, de regulă cursul zilei.

⇒ Cumpărarea la termen a aceleiaşi devize A, contra devizei B, la un curs care ţine seama de diferenţa de dobândă dintre cele două devize.

Swap - devize reprezintă un instrument util de gestionare a riscului de curs valutar întrucât cursul de răscumpărare este prestabilit încă de la începutul operațiunii. În același timp, swap-devize este și un mijloc de finanțare în devize.

14.7.2. Contractul la termen – devize

Tehnica contractului la termen – devize denumită curent și contract-future presupune asigurarea, în prezent, a condițiilor unei tranzacții viitoare. Ea constă, pentru importator sau pentru exportator, în a-și asigura, încă de la declanșarea operațiunilor comerciale sau financiare, cursul la care va putea cumpăra sau vinde, după caz, devizele de care are nevoie.

⇒ pentru exportator, acoperirea riscului valutar presupune să vândă devize la termen, pentru a se proteja contra unei eventuale scăderi a cursului devizelor respective;

⇒ pentru importator, acoperirea riscului valutar presupune să cumpere devize la termen, ca mijloc de protecție contra unei eventuale creșteri a cursului devizelor de care are nevoie.

Spre exemplu, importatorul ar putea, încă de la lansarea comenzii, să cumpere efectiv devizele de care are nevoie, urmând să le plaseze cu rentabilitate până la efectuarea plății contractului extern. În acest caz, însă, evitând riscul de curs valutar, apare un flux negativ de trezorerie. Or, tocmai pentru evitarea unei asemenea situații se procedează la acoperirea la termen, adică la cumpărarea în prezent a devizelor, la prețul actual, dar cu livrarea și plata efectivă peste o perioadă de timp.

Contractul la termen - devize se poate utiliza, atât în cazul operațiunilor comerciale, cât și al operațiunilor financiare. În primul caz se urmărește acoperirea riscurilor valutare pentru operațiuni de import/export sau pentru rambursarea avansului primit în devize. În cel de al doilea caz se urmărește gestionarea eficientă a unui portofoliu în devize.

Avantajele contractului la termen - devize. CT-devize permite asigurarea împotriva variațiilor cursului de schimb valutar între luarea deciziei unei operațiuni comerciale sau financiare și scadențele de plată / încasare respective.

Tehnica CT - devize permite, de asemenea, stabilirea unui curs de schimb valutar viitor, fără pierderi, însă nu permite de a beneficia de o eventuală evoluție favorabilă a cursului valutar. Dacă anticiparea evoluției cursului valutar nu este corectă, adică nu se confirmă, acoperirea la termen se încheie printr-o reducere a câștigului, nu printr-o pierdere, ca urmare a comisionului pentru vânzarea/cumpărarea la termen, plătit în prealabil băncii.

14.7.3. Opţiuni – devize

Tehnica opţiunilor pentru protecţie împotriva riscului valutar presupune dreptul, nu şi obligaţia de a schimba o deviză contra altei devize, la un curs prestabilit şi la o anumită scadenţă, sau în întreaga perioadă până la scadenţă, contra unei prime. Acest drept permite fixarea unui **curs valutar maxim** (plafon) la o operaţiune actuală sau viitoare de import sau împrumut în devize sau un **curs minim** (planşeu) la o operaţiune actuală sau viitoare de export sau de acordare de credit în devize.

Opţiuni – devize ⇒ opţiuni de cumpărare (call)
⇒ opţiuni de vânzare (put).

Întreprinderea procedează astfel: dacă anticipează o creştere a cursului valutar al devizei, va cumpăra o opţiune de cumpărare, sau va vinde o opţiune de vânzare; dacă anticipează o scădere a cursului valutar, va vinde o opţiune cumpărare sau cumpără o opţiune de vânzare.

Cumpărătorul de opţiuni are dreptul de a exercita opţiunea sau de a o abandona; vânzătorul de opţiuni preia angajamentul ferm de a cumpăra sau vinde valută şi trebuie să urmeze decizia luată de cumpărător.

Spre deosebire de contractul la termen - devize, unde acoperirea la termen nu permite de a beneficia de o eventuală evoluţie favorabilă a cursului de schimb valutar (ieşirea din contract), opţiunile - devize prezintă avantajul nu numai de a se asigura contra riscului valutar, dar permite, totodată, de a beneficia de o eventuală evoluţie favorabilă a cursului valutar prin abandonarea opţiunii.

Exemplu. Importatorul din contractul extern, având nevoie de devize pentru a plăti mărfurile şi temându-se de o eventuală evoluţie nefavorabilă a cursului valutar până la scadenţă, cumpără în prezent o opţiune de cumpărare (call), pentru a se putea asigura împotriva riscului valutar. Presupunem că în momentul cumpărării cursul valutar era de 1 USD = 2000 lei, iar vânzătorul de opţiuni pretinde o primă de 2,75%.

- **Pe cumpărător** îl costă dolarul la cumpărare:
  $2000 + 2000 \times 2{,}75\% = 2055$

Dacă la scadenţă cursul dolarului este:

⇒ 2100, cumpărătorul de opţiuni "call" va exercita dreptul de opţiune, întrucât realizează un câştig de 45 lei pentru fiecare dolar cumpărat;

⇒ 2055, câştigul sau pierderea sunt nule, fie că exercită opţiunea, fie că achiziţionează dolarii direct de pe piaţa valutară;

⇒ 1900, cumpărătorul abandonează opțiunea întrucât poate cumpăra dolarii mai ieftin de pe piața valutară. El suportă, totuși, prima plătită pentru fiecare dolar cuprins în opțiune (55 lei).

• **Vânzătorul de opțiuni de cumpărare (call)** primește pentru fiecare dolar cuprins în opțiune 2055 lei.

Dacă la scadență cursul dolarului este:

⇒ 2100, vânzătorul de opțiuni (call) va trebui să vândă dolarii cu 2055 lei, realizând o pierdere de 45 lei pe unitate;

⇒ 2055, câștigul sau pierderea pentru vânzător sunt nule (atât a primit, tot cu atât trebuie să vândă);

⇒ 1900, opțiunea nefiind exercitată de către cumpărător, vânzătorul rămâne cu câștigul primei: 55 lei pentru fiecare dolar cuprins în opțiune.

Concluzii. Opțiunile reprezintă instrumente elastice de protecție împotriva riscului valutar, motiv pentru care sunt utilizate larg în practica relațiilor comerciale internaționale. Posibilitățile ce se oferă cumpărătorului de a exercita sau abandona opțiunea permit acestuia să evite riscurile însemnate ce decurg din evoluția cursurilor, dar, totodată, să și câștige în cazul când cursul zilei este favorabil.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 15

Diagnosticul financiar

15.1. Obiectivele şi scopurile financiare ale întreprinderii

Obiectivele şi scopurile financiare ale întreprinderii pot fi abordate de pe poziţii diferite. **O primă abordare** vizează maximizarea profitului, sporirea diferenţei între venituri totale şi cheltuieli totale. Asemenea optică impune raţionalizarea deciziilor financiare, care să permită realmente atingerea acestui scop. Maximizarea profiturilor înseamnă creşterea bogăţiei întreprinderii cu consecinţe favorabile asupra valorii bursiere a acţiunilor şi a bogăţiei acţionarilor.

O altă abordare a obiectivelor şi scopurilor financiare ale întreprinderii este cea managerială, care vizează cu precădere obţinerea creşterii economice, a echilibrului financiar şi a lichidităţii financiare - rentabilitatea rămânând, totuşi, un deziderat important.

Creşterea economică exprimată prin volumul cifrei de afaceri sau prin volumul total al activelor poate să apară ca o manifestare a calităţii şi competenţei conducerii şi a întregului personal, care justifică creşterea salariilor şi ocuparea forţei de muncă.

În ultimă instanţă, **teoria financiară recunoaşte trei obiective ale întreprinderii: echilibrul financiar, rentabilitatea şi creşterea economică.** Semnificaţia acestor obiective poate varia de la o întreprindere la alta, se poate pune accentul, în timp, pe unul sau altul din aceste obiective.

- **Întreprinderile mici,** individuale sau familiale, se caracterizează prin urmărirea, în primul rând, a autonomiei; pentru astfel de unităţi autonomia este condiţionată nemijlocit de o bună gestiune financiară şi de echilibrul financiar. Lipsa de lichiditate antrenează, aproape imediat, încetarea plăţilor, situaţie fatală acestor întreprinderi; în dorinţa menţinerii autonomiei ele se bazează în cea mai mare parte pe autofinanţare; creditele bancare se obţin adesea foarte greu. De aceea, astfel de întreprinderi urmăresc obţinerea rentabilităţii ca mijloc de autofinanţare în direcţia unei creşteri economice satisfăcătoare. Dacă autofinanţarea este scăzută, întreprinderile respective trebuie să-şi limiteze creşterea economică.
- **La întreprinderile societare** profitul reprezintă obiectivul principal. Dar nu se poate omite faptul că societăţile pe acţiuni sunt supuse diverselor presiuni

din partea politicii fiscale a statului, din partea sindicatelor, care, în final, le determină să-și asume sarcini în concurență cu obiectivele lor strict economice, cum ar fi sarcini sociale, etice, ecologice și de apărare a intereselor acționarilor.

În perioada de început a activității unei întreprinderi apar, de regulă, probleme de trezorerie, atât pentru a face față cheltuielilor de exploatare, cât și pentru realizarea investirilor strict necesare creșterii. În perioada următoare, întreprinderea este în căutarea unor surse de finanțare pe termen lung și mijlociu căci apariția beneficiului le permite deja acoperirea cheltuielilor de trezorerie. În perioada dezvoltării depline întreprinderea urmărește maximum de profit justificat prin potențialul productiv și comercial dobândit. În această perioadă capacitatea de autofinanțare este maximă. În sfârșit, în perioada de "îmbătrânire" a întreprinderii apar probleme determinate de necesitatea retehnologizării, determinată de uzura morală, ceea ce impune noi reinvestiri de fonduri.

15.2. Diagnosticul strategic și evaluarea financiară a întreprinderii

Evaluarea financiară a întreprinderii este rezultatul unui proces de diagnostic și evaluare de ansamblu, apărând ca un proces strategic, mai ales când este cazul negocierii întreprinderii înseși. Operațiunea de evaluare, prezentată detaliat în Capitolul al II-lea al prezentei lucrări, se poate desfășura, în **viziune contabilă,** ca o evaluare statică, care privește întreprinderea ca un patrimoniu compus din elemente relativ independente, a căror sumă constituie valoarea întreprinderii, și, în **viziune financiară,** când are loc un proces de evaluare în dinamică, care consideră întreprinderea ca o investiție complexă (o afacere), valoarea întreprinderii fiind dată de suma veniturilor viitoare de realizat.

> Ceea ce face valoarea unei întreprinderi este situația sa concurențială, calitatea produselor sau serviciilor, competența personalului și climatul social, calitatea gestionării. Înainte de a decide asupra valorii unei întreprinderi este necesară analiza acestor dimensiuni.

Pentru determinarea valorii întreprinderii (evaluare financiară) este necesar mai întâi să se stabilească **diagnosticul strategic** asupra stării întreprinderii și care se compune din diagnosticul concurențial, diagnosticul tehnologic, diagnosticul social și diagnosticul financiar:

⇒ diagnosticul concurențial răspunde la chestiuni cum ar fi piața sau debușeul întreprinderii, structura clientelei, prețurile practicate comparativ cu unități similare, dacă există proces de creștere economică etc.;

⇒ diagnosticul tehnologic dă răspuns unor probleme, precum nivelul productivității muncii, ce tehnologii (vechi sau noi) se utilizează, dacă există, în perspectivă, preocuparea lansării de produse sau servicii noi, dacă există activitate de cercetare etc.;

⇒ diagnosticul social vizează analiza categoriilor de personal folosit în întreprindere, gradul de calificare, politica salarială, politica de formare a personalului, climatul social (absenteism, conflicte de muncă), relațiile cu partenerii de contracte sau cu banca etc.;

⇒ diagnosticul financiar are ca obiect stabilirea capacității de profit a întreprinderii, starea echilibrului financiar, a lichidității financiare, capacitatea de autofinanțare, totalul veniturilor și al cheltuielilor etc.;

După stabilirea diagnosticului strategic urmează faza a 2-a a procesului de evaluare a întreprinderii, și anume **etapa negocierii.** Sub acest aspect trebuie să se ia în considerare că valoarea unei întreprinderi este interpretată într-un fel de către vânzător și în alt fel de către cumpărător, definitivarea valorii făcându-se prin negociere între cele două părți. Transmiterea parțială sau totală de capital reprezintă o lichidare de patrimoniu pentru vânzător și o investiție (plasament) pentru cumpărător. Vânzători pot fi acționarii minoritari, acționarii majoritari, proprietarul sau întreprinzătorul; cumpărători pot fi diverși întreprinzători, deținători de economii în căutare de plasament, bănci care-și plasează disponibilitățile sau diverși speculatori care cumpără în scopul revânzării imediate pentru obținerea de profit.

Procesul evaluării depinde și de partea interesată în cumpărare sau vânzare.

15.3. Diagnosticul financiar

Echilibrul financiar este o preocupare principală a întreprinderii, dar el nu poate fi realizat pe termen lung decât în condițiile când întreprinderea realizează performanțe satisfăcătoare. Sub acest aspect diagnosticul financiar prezintă o mare importanță pentru promovarea unei politici judicioase privind creșterea activității și obținerea unor rezultate economice și financiare corespunzătoare. Diagnosticul se poate stabili prin studiul bilanțului și al contului de rezultate.

15.3.1. Obiectivele diagnosticului financiar

Diagnosticul financiar, rezultat al unui proces de evaluare a potențialului financiar al unei întreprinderi, exprimă starea sa de sănătate economico-financiară. El este practicat de agenți foarte diverși, cum ar fi: conducători de întreprinderi, acționari, deținători de portofolii, creanțieri, întreprinderi concurente, experți-contabili etc., și are obiective variate. Diversitatea naturii și a obiectivelor diagnosticului financiar a condus la concepții, procedee și instrumente diferite de evaluare.

Mult timp diagnosticul financiar s-a întemeiat exclusiv pe baza informațiilor contabile, ceea ce s-a dovedit a fi insuficient sub aspectul identificării cauzelor

dezechilibrelor financiare. De aceea, în prezent, se pune tot mai mult problema ca diagnosticul financiar să se bazeze pe diagnosticul strategic. Informațiile oferite de diagnosticul strategic servesc pentru stabilirea unui bun diagnostic financiar, întrucât permit de a se caracteriza fiecare activitate efectuată de o întreprindere sub aspectul nevoilor în fond de rulment, al potențialului de rentabilitate și al riscului de exploatare și, mai ales, de a da un aviz motivat asupra evoluției probabile.

Obiectivele diagnosticului financiar sunt diferite, în funcție de subiectul care îl evaluează, acordându-se prioritate unui aspect sau altul, care să caracterizeze situația financiară a întreprinderii după scopurile și interesele urmărite.

Obiectivele diagnosticului financiar

Pentru acționari și conducători de întreprinderi
- ⇒ rentabilitatea financiară;
- ⇒ rentabilitatea economică;
- ⇒ rentabilitatea comercială;
- ⇒ riscul financiar;
- ⇒ riscul de faliment;
- ⇒ gradul de autonomie;
- ⇒ flexibilitatea constituirii și utilizării resurselor;
- ⇒ posibilitățile de control;

Pentru creanțieri (bănci, furnizori)
- ⇒ riscul de faliment;
- ⇒ starea de solvabilitate;
- ⇒ lichiditatea financiară;
- ⇒ datorii exigibile, capacitatea de rambursare;
- ⇒ echilibrul între nevoi și resurse.

Diagnosticul financiar al acționarilor. În calitatea lor de coproprietari, acționarii urmăresc ca evaluarea diagnosticului să le permită decizii pertinente privind vânzarea sau păstrarea acțiunilor de care dispun.

Un acționar va considera echilibrul financiar respectat dacă remunerarea capitalului său (dividendul) compensează riscul asumat (riscul economic determinat de utilizarea activelor întreprinderii, dar și riscul financiar determinat de politica de îndatorare a acesteia).

Micii acționari dispun, în general, de puține informații asupra activității întreprinderii. Diagnosticul lor va fi sumar, întemeiat, în principal, pe rentabilitatea pe care o obține și riscul financiar la care sunt expuși. Marii acționari, cei care dețin pachete de acțiuni, au posibilități mai mari de informare, de evaluare și de decizie, ei participând efectiv la adunările generale ale acționarilor. Pentru aceștia

diagnosticul financiar se întemeiază, în primul rând, pe indicatori care exprimă creşterea economică, autonomia şi flexibilitatea întreprinderii şi, în al doilea rând, pe indicatorii de rentabilitate. Ei sunt în situaţia de a alege între interesele lor pe termen lung sau termen scurt şi optează, de regulă, pentru prima variantă, singura în măsură să conducă la maximizarea valorii întreprinderii şi să asigure supravieţuirea acesteia în lupta de concurenţă.

• **Diagnosticul financiar al conducătorilor întreprinderii.** Spre deosebire de acţionari, managerii întreprinderii dispun de informaţii multiple economico-financiare, iar diagnosticul lor urmăreşte descoperirea unor eventuale dezechilibre financiare, în scopul depistării cauzelor şi luării măsurilor care se impun.

Manifestarea dezechilibrelor are loc diferit pentru societăţile comerciale cotate la bursă, faţă de cele necotate.

În cazul societăţilor cotate, dacă acţionarii nu obţin remuneraţii la nivelul riscurilor asumate, vor avea tendinţa de a vinde acţiunile, ceea ce conduce - ca urmare a jocului cererii şi ofertei - la scăderea cursului acţiunilor până la nivelul în care rentabilitatea capitalului propriu permite satisfacerea aşteptărilor acţionarilor. Scăderea cursului este un semnal incontestabil al degradării stării de sănătate economico-financiară a întreprinderii, o manifestare a dezechilibrului financiar. Cursul bursier nu este, totuşi, decât un indicator de sinteză, care nu dă informaţii asupra cauzelor dezechilibrelor; el poate fi influenţat negativ şi de factori externi întreprinderii, motiv pentru care analiza diagnostic într-o asemenea situaţie trebuie extinsă prin metode mai elaborate.

La societăţile comerciale necotate nu există indicatorul "curs bursier". Simptomele dezechilibrelor financiare sunt adesea greu de perceput pe termen scurt, ceea ce face necesară recurgerea la alţi indicatori de analiză care să conducă la concluzii realiste privitoare la starea sănătăţii financiare a întreprinderii.

În diagnosticul lor, conducătorii întreprinderii se bazează pe indicatorii de rentabilitate şi risc, dar abordează în plus indicatorii de flexibilitate financiară, de creştere economică, autonomie şi păstrarea puterii, pentru a constata în ce măsură aceştia sunt compatibili pe termen lung cu rentabilitatea.

Dacă o bună flexibilitate, respectiv capacitate de adaptare financiară a întreprinderii, nu poate decât să conducă la maximizarea valorii acesteia, în schimb, creşterea economică nu duce în mod necesar la atingerea obiectivului de maximizare a valorii. Conducătorii întreprinderii care sacrifică rentabilitatea (interese pe termen scurt), în favoarea creşterii economice (interese pe termen lung) trebuie să se aştepte că, mai curând sau mai târziu, pot fi confruntaţi cu dificultăţi în găsirea de noi resurse de finanţare, ca urmare a faptului că deţinătorii de capitaluri preferă rentabilitatea în locul creşterii economice.

La fel se pune problema şi în cazul indicatorilor de autonomie sau de conservare a puterii în întreprindere. Urmărirea cu precădere a acestor indicatori

poate fi contrară maximizării valorii întreprinderii întrucât adesea conduce la performanțe inferioare, iar întreprinderea poate fi dominată în lupta de concurență.

Conducătorii întreprinderii, ca și acționarii, trebuie să aleagă între interesele lor pe termen lung (maximizarea valorii, creșterea economică) și cele pe termen scurt (rentabilitatea, lichiditatea). Ei vor urmări indicatorii de mare expresivitate economică, cum sunt: rentabilitatea capitalului propriu, rentabilitatea economică, riscul de exploatare, riscul financiar, riscul de faliment, cât și alte dimensiuni ale diagnosticului financiar, precum: creșterea economică, flexibilitatea sau conservarea puterii, care pot da semnale asupra evoluției rentabilității și riscului.

- **Diagnosticul financiar al creanțierilor** se bazează pe indicatorii care permit evaluarea capacității de plată a debitorilor lor, capacitatea lor de a rambursa datoriile și de a plăti dobânzile. În mod deosebit ei urmăresc stabilirea diagnosticului financiar pe baza indicatorilor care marchează riscul de faliment, de lichiditate, insolvabilitate, precum și capacitatea de rambursare și echilibrul între nevoi și resurse la nivelul debitorilor.

Simptomele riscului de faliment încep cu incapacitatea de plată temporară, prelungită și până la încetarea plăților. Riscul de faliment poate fi analizat static, pe baza datelor din bilanțul patrimonial sau funcțional, precum și dinamic, luând în considerare fluxurile financiare pozitive și negative previzionate. Când creditorii consideră că riscul este ridicat, întreprinderile debitoare se confruntă cu dificultăți de finanțare, întrucât acum creditorii impun restricții la creditare, solicită rate mai înalte de dobânzi, garanții mai mari - ca mijloc de protecție.

Diagnosticul financiar este, în principal, un diagnostic extern. Constatarea dezechilibrelor se face nu numai postoperativ, ci și preventiv, cu scopul luării din timp a măsurilor de corectare necesare.

Un bun diagnostic financiar necesită studiul a trei dimensiuni: lichiditatea financiară, îndatorarea (structura financiară) și rentabilitatea.

15.3.2. Diagnosticul financiar în termeni de lichiditate

Analiza lichidității financiare a unei întreprinderi se sprijină pe bilanțul contabil, ca expresie la un moment dat a patrimoniului. Cifric, patrimoniul se comensurează ca diferență între totalul activelor și totalul datoriilor din pasiv:

$$Patrimoniul = active - datorii$$

Activele unei întreprinderi sunt cu atât mai lichide cu cât pot fi transformate mai repede în bani. În funcție de gradul de lichiditate, activele se clasifică: active imobilizate și active circulante constituite din stocuri, creanțe, disponibilități. Această clasificare are în bună măsură un caracter relativ, întrucât unele stocuri sau creanțe pot fi mai puțin lichide decât activele imobilizate.

La rândul lor, datoriile sunt cu atât mai exigibile cu cât au scadențe mai apropiate. Scadența fiecărei datorii este cunoscută cu precizie, astfel încât este posibil să le clasificăm, în funcție de exigibilitate, în datorii pe termen lung și mediu și datorii pe termen scurt.

Aprecierea lichidității globale pe bază de bilanț se face prin fondul de rulment și diverși coeficienți de lichiditate.

Fondul de rulment, reprezentat de capitalul permanent utilizat pentru finanțarea activelor circulante, interesează nu numai întreprinderea, ci și creditorii acesteia, care văd în fondul de rulment posibilitatea întreprinderii de a-și onora obligațiile pe termen scurt. Prin urmare, fondul de rulment este un indicator care marchează riscul de ilichiditate. Este, în același timp, un indicator de echilibru financiar, făcând legătura între conturile de activ și de pasiv, ceea ce creează posibilitatea de a analiza exigibilitatea pasivelor în raport cu lichiditatea activelor.

Ca indicator de echilibru financiar și de lichiditate, fondul de rulment permite aprecieri privind posibilitatea finanțării imobilizărilor din capitalul permanent, motiv pentru care se mai numește indicator de finanțare a imobilizărilor sau indicatorul imobilizării capitalului.

$$\text{Indicatorul imobilizării capitalurilor (Fondul de rulment)} = \frac{\text{Capital permanent}}{\text{Active imobilizate}} \quad \text{sau} \quad \text{Capital permanent} - \text{Active imobilizate}$$

În prima variantă de calcul, cu cât indicatorul > 1, cu atât lichiditatea financiară este mai bună, fondul de rulment, ca parte a capitalului permanent, putând fi utilizat la acoperirea datoriilor cu exigibilități mai mici de un an.

Dacă indicatorul > 1 → Fond de rulment net pozitiv.
Dacă indicatorul < 1 → Fond de rulment net negativ.

În cea de a doua variantă de calcul, ca diferență între capitalul permanent și activele imobilizate, fondul de rulment se obține în sumă absolută. Mărimea absolută a fondului nu are însă aceeași relevanță ca indicator de lichiditate, întrucât nu exprimă cât din datoriile pe termen scurt rămân neacoperite financiar. De aceea, el trebuie interpretat și în funcție de alte variabile, îndeosebi de natura activității, rentabilitatea întreprinderii și creșterea economică. Estimat în mărime absolută, fondul de rulment are relativ puțină însemnătate, fapt pentru care se impune exprimarea lui în funcție de volumul activității.

$$\frac{\text{Fond de rulment} \times 360}{\text{Cifra de afaceri}} = \text{fond de rulment exprimat în nr. zile cifră de afaceri}$$

În afara fondului de rulment pot fi utilizați 3 indicatori de lichiditate:

Coeficient de lichiditate (lichiditate generală)	$(1) = \frac{\text{stocuri} + \text{creanțe} + \text{disponibilități}}{\text{datorii pe termen scurt}}$

Acest indicator se bazează pe ipoteza că stocurile pot fi lichide în orice moment, ceea ce nu corespunde realității. Lichiditatea stocurilor este adesea foarte variabilă, astfel încât indicatorul de mai sus poate induce în eroare.

Coeficient de lichiditate (lichiditate redusă)	$(2) = \frac{\text{creanțe} + \text{disponibilități}}{\text{datorii pe termen scurt}}$

Indicatorul de lichiditate (2), denumit și indicator de trezorerie, pare ceva mai realist, mai sigur decât indicatorul de lichiditate (1), deși nimeni nu poate garanta că anumiți clienți sau debitori vor putea plăti la scadență, pentru a forma lichiditățile prevăzute de întreprindere.

Indicatorii de lichiditate 1 și 2 trebuie interpretați nuanțat, în sensul că nu întotdeauna $L_2 > L_1$ reprezintă o situație bună, după cum nu întotdeauna $L_2 < L_1$ reprezintă o situație proastă. Spre exemplu, creanțele trecute la numărătorul fracției pot fi diferite sub aspectul posibilității de recuperare, după cum nu totdeauna niște creanțe-clienți sunt mai sigure decât niște stocuri destinate vânzării.

De regulă, valorile pe care trebuie să le ia indicatorii de lichiditate 1 și 2 trebuie să fie mai mari decât 1, pentru a exprima o lichiditate bună. Totuși, nu totdeauna L_1 , $L_2 < 1$ reflectă dificultăți de plată actuale sau viitoare; un astfel de indicator de lichiditate < 1 poate fi interpretat și în sensul că întreprinderea știe să-și gestioneze corect fondurile, nedeținând lichidități inutile și costisitoare.

Coeficient de lichiditate (lichiditate imediată)	$(3) = \frac{\text{disponibilități bănești}}{\text{datorii pe termen scurt}}$

Indicatorul de lichiditate (3) ia în considerare numai disponibilitățile efective existente în conturi bancare, în casă și, eventual, titluri de credit cotate la bursă, care pot fi transformate imediat în bani. Acestea reprezintă lichidități certe, putând fi utilizate oricând pentru acoperirea datoriilor pe termen scurt, motiv pentru care indicatorul este cel mai sigur.

Deși L_3 arată certitudinea posibilităților de onorare a obligațiunilor pe termen scurt, nu înseamnă că $L_3 \geq 1$ sau $L_3 > (L_1, L_2)$ reprezintă o situație bună pentru întreprindere și nici că $L_3 < 1$ sau $L_3 < (L_1, L_2)$ semnifică o situație proastă. Lichiditățile primare trebuie să se situeze la nivelul cheltuielilor curente, restul

trebuie investit în active materiale care să aducă rentabilitatea scontată. Banii ţinuţi în casă nu aduc nici un profit întreprinderii, ca şi când nu i-ar avea, iar disponibilităţile în conturi bancare aduc cel mult dobândă, dar care, de regulă, este inferioară ratei rentabilităţii economice, ceea ce provoacă o lipsă de câştig.

O cunoaştere mai bună a lichidităţii necesită un studiu mai detaliat al ciclului de exploatare, precum şi calcularea coeficienţilor de rotaţie a stocurilor, clienţilor, furnizorilor.

$\Rightarrow$ mărimea stocurilor, în funcţie de numărul de zile de flux (intrări - ieşiri)

$$\frac{\text{Stocuri} \times 360}{\text{Cumpărări mf.}} \quad \text{sau} \quad \frac{\text{Stocuri} \times 360}{\text{Vânzări mf.}}$$

Cu cât valorile indicatorilor de mai sus sunt mai mici, cu atât mai mare este lichiditatea stocurilor faţă de cumpărări sau faţă de vânzări. În aceste cazuri lichiditatea este dată, de fapt, de viteza de rotaţie a stocurilor. Compararea acestor indicatori în dinamică, previziuni-realizări sau în spaţiu (între întreprinderi similare) poate ocaziona concluzii şi măsuri corespunzătoare.

$\Rightarrow$ durata medie a creditului – client $\frac{\text{Clienţi} \times 360}{\text{Vânzări mf.}}$ exprimă numărul de zile în care creanţele respective devin lichide. Cu cât valoarea indicatorului este mai mică, cu atât mai mare este lichiditatea;

$\Rightarrow$ durata medie a creditului – furnizor $\frac{\text{Furnizori} \times 360}{\text{Cumpărări mf.}}$ exprimă numărul de zile de cumpărări acoperite cu credit comercial. Cu cât indicatorul este mai mare, cu atât mai îndepărtată este exigibilitatea, ceea ce contribuie la consolidarea lichidităţii financiare a unei întreprinderi.

Analiza statică şi în dinamică a acestor indicatori poate ocaziona concluzii utile întreprinderii.

15.3.3. Diagnosticul financiar în termeni de rentabilitate

Rentabilitatea reprezintă o dimensiune importantă a unui bun diagnostic financiar. Sub aspect economic, beneficiul unei întreprinderi este generat de rata rentabilităţii tuturor fondurilor investite. Rentabilitatea economică, exprimată ca raport între beneficiul net şi total active, depinde de diferenţa dintre preţul de vânzare şi cel de cumpărare, adică de politica de preţuri practicată. În acelaşi timp însă, rentabilitatea economică depinde şi de gradul de utilizare a fondurilor investite, exprimat în viteza de rotaţie. Sub acest aspect rentabilitatea economică va fi cu atât mai mare cu cât mai mare va fi cifra de afaceri.

$$\text{Rentabilitatea economică} = \text{Rentabilitatea comercială} \times \text{Viteza de rotație}$$

$$\downarrow \qquad \downarrow \qquad \downarrow$$

$$\frac{\text{Beneficiul net}}{\text{Total active}} = \frac{\text{Beneficiul net}}{\text{Cifra de afaceri}} \times \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Total active}}$$

Prezentarea descompusă a formulei de calcul al rentabilității economice permite concluzia că aceeași rentabilitate poate fi obținută prin două politici comerciale: politica de calitate, unde se practică prețuri ridicate, dar cu o slabă viteză de rotație a activelor (cifră de afaceri mică); politica prețurilor scăzute, accesibile, dar cu o cifră de afaceri ridicată (este cazul politicii comerciale a unui restaurant de 3 stele, față de politica comercială a unei unități de alimentație publică cu autoservire).

Rata rentabilității se poate exprima în diverse forme, în funcție de elementele ce se iau în calcul. În toate cazurile însă, rentabilitatea exprimă o relație dintre un rezultat și capitalul investit pentru a-l obține: la numărător se poate folosi unul sau altul dintre rezultate (beneficiul brut, beneficiul net, rezultatul brut de exploatare, capacitatea de autofinanțare); la numitor se poate folosi un indicator de capital (capital propriu, capital permanent, active totale, active imobilizate etc.) Adoptarea unei soluții sau alteia depinde de scopurile pe care și le propune întreprinderea. De cele mai multe ori însă se folosesc concomitent diverși indicatori de rentabilitate, pentru a crea posibilitatea interpretării multilaterale a situației financiare și găsirii unui diagnostic financiar corect.

15.3.3.1. Comensurarea rentabilității

O întreprindere (sau un proiect de investire oarecare) este rentabilă dacă valoarea actuarială netă este pozitivă sau dacă rata rentabilității interne este superioară costului de oportunitate al capitalului.

În accepțiunea previzională estimarea rentabilității are în vedere, îndeosebi, durata de viață a întreprinderii ce se creează, sau a obiectivului nou de investire ce trebuie realizat; se compară fluxurile monetare de intrare și ieșire generate de crearea întreprinderii sau realizarea proiectului - care vor avea loc în timp - ceea ce presupune introducerea în calculație a tehnicilor actuariale. Metoda se folosește mai ales în procesul deciziei de investire.

La întreprinderile în funcțiune, pentru estimarea rentabilității pe o perioadă parcursă se pleacă de la datele evidenței contabile. De astă dată metoda constă, în principal, în compararea rezultatelor obținute într-o perioadă cu capitalul utilizat în acest scop (efect/efort).

Diagnosticul în termeni de rentabilitate se poate stabili, aşadar, **fie în funcţie de realizări** (post calcul), cel mai adesea ţinând cont de natura sistemului informaţional respectiv, informaţii contabile anuale, **fie plecând de la valoarea de piaţă** a întreprinderii, valoare care se stabileşte anual prin actualizarea fluxurilor financiare pozitive (veniturilor). Scăzând valoarea actuală obţinută într-un an din cea a anului precedent se obţine deprecierea economică anuală a activelor, adică fondul de amortizare.

Exemplu

- Valoarea întreprinderii în anul N-6 (V_0) 5040
- Numărul anilor de exploatare (n) în care s-a utilizat metoda de amortizare lineară 6
- Fluxurile anuale pozitive (pentru simplificare considerăm că au fost distribuite integral acţionarilor) 1300
- Valoarea reziduală 0

• **Determinarea rentabilităţii şi a valorii anuale a întreprinderii pe baza datelor contabile** se realizează, cronologic, după formula:

$$R = \frac{\text{Beneficiul}}{\text{Valoarea netă a întreprinderii}} = \frac{\text{Beneficiul}}{\text{Val. iniţială a întreprinderii diminuată cu fondul de amortizare}}$$

Având în vedere informaţiile enunţate mai sus, indicatorii de rentabilitate economică şi valoarea contabilă a întreprinderii, în perioada (N-6)-N se prezintă astfel:

Tabelul nr. 22

Indicatori	*N-6*	*N-5*	*N-4*	*N-3*	*N-2*	*N-1*	*N*
- valoarea contabilă a întreprinderii	5040	4200	3360	2520	1680	840	-
- deprecierea contabilă (amortizarea)	-	840	840	840	840	840	840
- rezultatul contabil (beneficiul)	-	460	460	460	460	460	460
- rata rentabilităţii economice ...	-	9,12%	10,95%	13,69%	18,25%	27,38%	54,76%

În condiţiile date, beneficiul anual s-a calculat ca diferenţă dintre fluxul de lichiditate (1300) şi deprecierea activului (840) în sistemul amortizării proporţionale , iar rentabilitatea economică, după formula enunţată, rezultând:

$$\Rightarrow \text{pentru N - 5} \rightarrow Re = \frac{460}{5040} = 9,12\%$$

$$\Rightarrow \text{pentru N - 4} \rightarrow Re = \frac{460}{4200} = 10,95\%$$

- etc. -

După cum se poate observa, rentabilitatea economică calculată după metoda contabilă crește anual de la N - 5 la N, adică pe măsură ce întreprinderea se apropie de termenul limită de exploatare. Această situație este nerealistă, întrucât nici un activ nu poate genera rentabilități din ce în ce mai mari pe măsură ce se uzează, adică pe măsură ce scade valoarea sa contabilă.

• **Determinarea rentabilității pe baza valorii de piață a întreprinderii.** Menținând datele din exemplul precedent vom proceda, în primul rând, la calcularea ratei rentabilității interne:

$$\boxed{V_0 \sum_{t=1}^{6} \frac{D_t}{(1+i)^t}}$$

$$\frac{1300}{1+i} + \frac{1300}{(1+i)^2} + \frac{1300}{(1+i)^3} + \frac{1300}{(1+i)^4} + \frac{1300}{(1+i)^5} + \frac{1300}{(1+i)^6} - 5040 = 0$$

$$1300 \times \frac{1-(1+i)^{-6}}{i} - 5040 = 0$$

$$\frac{1-(1+i)^{-6}}{i} - \frac{5040}{1300} = 3,8769231$$

$$i = 0,12 \rightarrow 4,1114073 > 3,8769231 \rightarrow i > 0,12$$

$$i = 0,16 \rightarrow 3,6847259 < 3,8769231 \rightarrow i < 0,16$$

$$RRI = 0,12 + 0,04 \times \frac{4,1114073 - 3,879231}{4,1114073 - 3,6847359} = 0,1419824$$

$$\boxed{RRI = 14,19\% \approx 14,20\%}$$

În continuare, folosind rata actuarială, vom calcula valoarea de piață a întreprinderii, în cei 6 ani de exploatare, actualizând fluxurile ce se vor produce până în anul N. Spre exemplu, pentru anul N - 5 valoarea de piață a întreprinderii este:

$$\sum_{t=1}^{5} \frac{1300}{1,142^t} = 4441,63$$

Deprecierea economică reală, pentru fiecare din cei 6 ani, este egală cu diferența dintre valorile de piață a 2 ani consecutivi. Spre exemplu, deprecierea economică (amortizarea) pentru anul N-5 se obține astfel:

$$(N - 6)- (N - 5) = 5040 - 4441,63 = 598,37.$$

În conformitate cu cele prezentate anterior, tabloul valorilor de piață anuale, al deprecierilor economice și ratei actuariale se prezintă în felul următor:

Tabelul nr. 23

Indicatori	*N-6*	*N-5*	*N-4*	*N-3*	*N-2*	*N-1*	*N*
Valoarea de piață a întreprinderii	5040	4441,63	3772,34	3008,02	2135,16	1138,35	-
Deprecierea anuală	-	598,37	669,29	764,32	872,86	996,81	1138,35
Rata rentabilității interne	-	14,12	14,12	14,2	14,2	14,2	14,2

Concluzii

- Pentru primii trei ani rentabilitatea economică, calculată după metoda contabilă, este mai mică decât rentabilitatea reală măsurată după valoarea de piață a întreprinderii; pentru ultimii trei ani, dimpotrivă, rentabilitatea calculată după metoda contabilă este superioară celei calculate după valoarea de piață.
- Rentabilitatea măsurată contabil subestimează rentabilitatea proiectelor recente și supraestimează rentabilitatea proiectelor mai vechi. Această deformare se explică prin amortizarea proporțională, spre deosebire de rentabilitatea actuarială care conduce la o amortizare progresivă.
- Pe baza datelor din Tabelul nr. 23 se poate determina și rentabilitatea economică, plecând de la valoarea de piață a întreprinderii, în fiecare din cei 6 ani, după formula următoare:

$$Re = \frac{\text{fluxul de lichiditate anual – variația valorii de piață (deprecierea ec.)}}{\text{valoarea de piață de la începutul perioadei}}$$

dar rezultatele sunt, în cea mai mare parte, identice cu RRI calculată în tabel.

Spre exemplu:

$$Re(N-5) = \frac{1300 - 598,37}{5040} = 14,19\%$$

$$Re(N-4) = \frac{1300 - 669,29}{4441,63} = 14,20\%$$

15.3.3.2. Comensurarea rentabilității pe baza datelor contabile

Indicatorii de rentabilitate cei mai utilizați se pot grupa în: indicatori ai rentabilității de exploatare și indicatori ai rentabilității capitalului propriu.

a) **Indicatorii rentabilității de exploatare** exprimă remunerarea totalului resurselor folosite de întreprindere (proprii + împrumutate). La numitor va figura, în toate cazurile, „Active totale", în timp ce la numărător se poate folosi fie „Rezultate de exploatare", fie „Excedent brut de exploatare", în funcție de ce dorește întreprinderea să exprime.

$$(1)\ \frac{\text{Rezultate de exploatare}}{\text{total Active}} \quad \text{sau} \quad (2)\ \frac{\text{Excedent brut de exploatare}}{\text{total Active}}$$

Rezultatul brut sau net de exploatare și excedentul brut de exploatare se formează, pe baza datelor contabile, în felul următor:

- Venituri - Costul mărfurilor (valoarea adăugată) − Impozite, taxe, salarii și asimilate = **Excedent brut de exploatare (EBE)**
- EBE − Fondul de amortizare ± Rezultate financiare = **Rezultatul curent al exploatării (Rc)**
- $R_c \pm$ Rezultate excepționale − Impozit pe profit = **Rezultatul net contabil (R_n)**

Pentru interpretarea rentabilității de exploatare este posibil să se descompună formulele (1) și (2) în vederea clarificării tipurilor de comportament comercial posibile. Spre exemplu, formula (1) se descompune astfel:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Rentabilitatea de exploatare} & = & \text{Rentabilitatea în raport cu cifra de afaceri} & \times & \text{Viteza de rotație a activelor} \\ \downarrow & & \downarrow & & \downarrow \\ \dfrac{\text{Rentabilitatea de exploatare}}{\text{total active}} & = & \dfrac{\text{Rezultatul de exploatare}}{\text{cifra de afaceri}} & \times & \dfrac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{total active}} \end{array}$$

b) **Indicatorii de rentabilitate ai capitalului** estimează rata remunerației fondurilor investite de proprietarii întreprinderii (acționari) și se pot prezenta sub

diverse forme, în funcție de elementele de calcul utilizate și de expresivitatea economică ce se dă fiecărui indicator:

(1) $\frac{\text{Rezultatul net de exploatare}}{\text{Capitalul propriu}}$ este cel mai utilizat indicator de rentabilitate pentru necesități de analiză economică. Se mai numește rata rentabilității capitalului propriu.

(2) $\frac{\text{Capacitatea de autofinanțare}}{\text{Capitalul propriu}}$ exprimă mai complet rentabilitatea capitalului propriu, eliminând, totodată, incidența practicilor diferite de amortizare.

(3) $\frac{\text{Rezultatul net}}{\text{nr. de acțiuni}}$ este utilizat cu precădere când se studiază rentabilitatea unei societăți comerciale, în comparație cu alte întreprinderi similare ca profil și mărime. Dacă valoarea acțiunilor societăților comparate este diferită, indicatorul nu mai oferă informații relevante;

(4) $\frac{\text{Beneficiul pe o acțiune}}{\text{Cursul acțiunii}}$ se numește rata capitalizării beneficiilor, urmând a se folosi numai în cazul societăților cotate la bursă;

(5) $\frac{\text{Dividende pe o acțiune}}{\text{Cursul acțiunii}}$ sau $\frac{\text{Dividende}}{\text{Capitalizare bursieră}}$ interesează, în primul rând, acționarii minoritari cărora întreprinderea trebuie să le asigure un randament minim acceptabil.

Pentru acționarii minoritari care nu-și pun problema influenței asupra conducerii societății comerciale și care se interesează exclusiv de beneficiul ce va fi pus în distribuire sub forma dividendelor se mai pot utiliza indicatorii:

(6) $\frac{\text{Dividende}}{\text{Capital propriu}}$ (7) $\frac{\text{Valoarea bursieră a unei acțiuni}}{\text{Beneficiul pe o acțiune}}$

Acest din urmă indicator (7) exprimă câștigul în capital și nu în dividend. Cu cât este mai mare, cu atât este mai bun și este tot mai folosit pe plan internațional unde este cunoscut drept indicatorul PER (Price Earning Ratio).

Pentru acționarii majoritari contează, în primul rând, rezultatul net al exercițiului, întrucât el preia nu numai rezultatul exploatării, ci și rezultatele excepționale și incidența fiscală. Rezultatul net al exercițiului este acela care se supune distribuirii sub forma dividendelor sau constituirii de fonduri de rezervă.

(8) $\frac{\text{Rezultatul net al exercițiului}}{\text{Capital propriu}}$

Pentru conducerea întreprinderii contează dacă rezultatul obținut este pe măsura previziunilor; în consecință, se formează un indicator de rentabilitate prin care se raportează rezultatul obținut nu numai la capitalul propriu, ci și la cel împrumutat (total capital utilizat).

(9) $\frac{\text{Rezultat net contabil}}{\text{Capital propriu + Capital împrumutat}}$

În construcția indicatorilor de rentabilitate se întâmpină greutăți inerente determinate de factori externi cum sunt inflația, fiscalitatea. Deprecierile monetare pot provoca distorsiuni grave în evaluarea activelor imobilizate sau / și a capitalului propriu - ca factori ce se trec la numitorul indicatorilor. **În perioadele inflaționiste** valorile nete înscrise în bilanț pierd o parte din semnificație, cu atât mai mult, cu cât se îndepărtează de data achiziționării lor. Devine necesar să se procedeze la adoptarea altor valori de evidență decât cele contabile (valoarea de înlocuire, valoarea de folosință, sau chiar indexarea valorii de inventar cu un indice al creșterii prețurilor). De aceea, rentabilitatea economică $\frac{\text{Rezultatul net}}{\text{Activ total}}$ riscă să piardă din semnificație, cu atât mai mult cu cât numărătorul este evaluat recent (anul curent) în prețuri inflaționiste, iar numitorul la achiziționare.

Incidența fiscală poate afecta valoarea indicatorilor, întrucât prelevările de impozit pe profit nu sunt totdeauna proporționale cu rezultatele, ca urmare a aplicării diferitelor metode de amortizare și folosirii diverselor modalități de constituire a fondurilor de rezervă (altele decât cele care decurg din lege).

15.3.3.3. Comensurarea rentabilității pe baza fluxurilor

Spre deosebire de rentabilitatea calculată pe baza datelor contabile, care este o postcalculație și care compară rezultatele obținute într-o perioadă cu capitalul utilizat (efect/efort), comensurarea rentabilității pe baza fluxurilor pozitive și negative generate de activitatea economică oferă posibilitatea comparării cheltuielilor efectuate cu prilejul constituirii totalului activelor necesare exploatării, cu totalul veniturilor (care se impozitează sau care nu sunt supuse impozitării: amortizare, rezerve).

Un astfel de indicator care exprimă, specific, rentabilitatea întreprinderii este **capacitatea de autofinanțare,** adică aptitudinea întreprinderii de a-și finanța singură nevoile de exploatare. Calcularea acestui indicator se poate efectua, fie pornind de la venituri și cheltuieli, fie pornind de la beneficiu.

Prima variantă a fost prezentată în capitolul IV - Autofinanțarea.

$$\text{Capacitatea de autofinanțare} = (V - C - Cf - A)\left(1 - \frac{I}{100}\right) + A$$

A doua variantă:

$$\text{Capacitatea de autofinanțare potențială} = \text{Beneficiul net} + \text{Amortizarea} + \text{fond de rezervă}$$

$$\text{Capacitatea de autofinanțare reală (efectivă)} = \text{Capacitatea de autofinanțare potențială} - \text{Dividende} - \text{Participații la beneficii ale salariaților}$$

Fluxul de autofinanțare este un surplus monetar care, cu toate că se cuantifică la sfârșitul exercițiului, de fapt se constituie progresiv, în întreaga perioadă a exercițiului. El rămâne lichid o perioadă mai mare sau mai mică și poate fi utilizat pentru acordare de credite-client sau pentru creșterea stocurilor. Astfel de nevoi sunt temporare, în final surplusul monetar (capacitatea de autofinanțare) se utilizează pentru investire.

Acest surplus monetar pe care întreprinderea îl obține în cursul anului se mai numește **excedent de trezorerie brut.** El se formează în situația că întreprinderea își încasează toate veniturile și achită toate obligațiile. Dacă, însă, se ține seama de decalajele în timp dintre vânzări și încasări efective (contul de clienți), între cumpărări și plăți efective (ct. furnizori) și de fenomenele de stocaj (creșteri și reduceri de stocuri în cursul perioadei), se poate calcula **excedentul de trezorerie real sau efectiv).**

Capacitatea de autofinanțare sau excedentul de trezorerie brut, diminuată cu creșterea imobilizărilor în active circulante (creșterea soldului contului clienți și a volumului stocurilor) și majorată cu creșterea soldului contului furnizori, formează excedentul de trezorerie real sau efectiv sau cash flow real.

Excedent de trezorerie brut	±	Variații ale nevoilor în fond de rulment (-clienți, - ct. stocuri + ct. furnizori)	=	Excedent de trezorerie efectiv

O creștere a nevoilor fondului de rulment în cursul perioadei diminuează excedentul de trezorerie efectiv și invers, o reducere a nevoilor în fond de rulment sporește excedentul de trezorerie. Grafic, această situație se poate prezenta astfel:

Venituri din desfaceri	–	Creșterea stocurilor (Sf-Si) și creșterea cont clienți)	=	Încasări efective
–		–		–
Cheltuieli aferente CA	–	Scăderea stocurilor (Si-Sf), creșterea contului de furnizori	=	Cheltuieli efective
=		=		=
Excedent de trezorerie brut	–	Variații ale nevoilor în fond de rulment	=	Excedent de trezorerie efectiv

O întreprindere care realizează un excedent de trezorerie brut mare poate, totuși, să înregistreze un deficit de trezorerie net și să cunoască greutăți de trezorerie. Aceasta se poate explica prin faptul că excedentul brut nu poate acoperi variațiile nevoilor în fond de rulment.

15.3.4. Semnificația indicatorului excedent de trezorerie

Semnificația și utilizarea indicatorului excedent de trezorerie, care se mai numește cash flow, este multilaterală, putând fi apreciat ca un indicator polivalent. El poate servi ca indicator de rentabilitate, ca indicator de echilibru financiar, ca indicator de autonomie și flexibilitate și ca indicator de competitivitate.

- Este un **indicator de rentabilitate** întrucât se calculează pe baza excedentului de exploatare. Dacă se compară cu totalul activelor de exploatare (active circulante) exprimă termenul de recuperare a acestora. Folosirea acestui indicator în contabilitate trebuie făcută cu atenție întrucât el depinde de variațiile nevoilor în fond de rulment (care sunt conjuncturale), fapt pentru care este util mai ales pe termen lung și mediu.
- Ca **indicator de echilibru financiar** și de risc, excedentul de trezorerie permite întreprinderii de a face față datoriilor, de a-și menține capacitatea de plată; poate fi utilizat pentru aprecierea capacității de rambursare și micșorare a riscului de lichiditate.
- Ca **indicator de autonomie și flexibilitate** oferă informații asupra măsurii în care întreprinderea poate face față singură, fără sprijin prin credite, oricăror nevoi de adaptare, asupra flexibilității în orientarea deciziilor de creștere economică, nefiind obligată să aștepte deciziile băncii.
- Ca **indicator de competitivitate** între întreprinderi sau între diverse categorii de activități ale unei întreprinderi oferă informații utile pentru aprecierea căii de urmat.

15.3.5. Diagnosticul financiar în termeni de îndatorare

Riscul de dezechilibru financiar pentru întreprindere depinde, în bună măsură, de mărimea și structura datoriilor sale. Coeficienții de îndatorare indică nu numai gradul de lichiditate, determinat de exigibilitatea datoriilor, dar și gradul de autonomie a întreprinderii față de creditori. De asemenea, indicatorii respectivi servesc ca suport pentru normele bancare de creditare, arătând o anumită capacitate de îndatorare.

Principalii indicatori care exprimă starea de îndatorare a unei întreprinderi sunt: coeficientul îndatorării globale și coeficientul îndatorării la termen. Acești indicatori au fost studiați la capitolul *Structura financiară a întreprinderii*. Gradul

de îndatorare, ca indicator care exprimă situația financiară a întreprinderii, nu poate fi confundat cu expresivitatea sa pe linia capacității de îndatorare. În acest al doilea caz analistul este extern (din afara întreprinderii) și decizia cu privire la acordarea sau neacordarea unor noi credite îi aparține. Ca indicator al diagnosticului financiar însă, el este interpretat de întreprinderea însăși și concluzia poate fi diferită de la o întreprindere la alta, chiar pentru valori identice ale indicatorilor.

La nivelul întreprinderii concluzia asupra îndatorării trebuie trasă numai în strânsă legătură cu rentabilitatea realizată: dacă rata rentabilității este mai mare decât rata dobânzii, creșterea gradului de îndatorare este nu numai acceptabilă, dar și de dorit. În funcție de situația concretă, întreprinderea poate opta pentru micșorarea, menținerea sau creșterea gradului de îndatorare.

Gradul de îndatorare nu se confundă cu posibilitățile de rambursare. Există întreprinderi foarte îndatorate, dar care rambursează creditele și plătesc dobânzi la termenele prevăzute, după cum există și altele, cu un nivel scăzut al îndatorării, dar care, din diverse motive, înregistrează credite restante. De aceea, stabilirea unui diagnostic financiar în termeni de îndatorare trebuie să urmărească și capacitatea de rambursare a debitorilor. Pe termen lung se utilizează indicatorul $\frac{\text{Datorii la termen}}{\text{Capacitatea de autofinanțare}}$, în timp ce, pe termen scurt, se calculează indicatorul: $\frac{\text{Cheltuieli financiare fixe}}{\text{Beneficiul brut}}$.

Dacă primul indicator poate avea valori supraunitare (până la 4), cel de al doilea, în mod obligatoriu, trebuie să aibă valori subunitare.

15.3.5.1. Corelația îndatorare-rentabilitate

În principiu, o întreprindere apelează la împrumut în condițiile când poate realiza utilizarea acestuia, astfel încât să obțină un randament care să-i permită rambursarea și plata dobânzii și un anumit beneficiu care să recompenseze efortul depus și riscul asumat.

Utilizarea drept capital a creditelor generează **efectul de îndatorare** care este direct proporțional cu structura financiară a întreprinderii ($\frac{D}{C}$) și cu diferența dintre rata rentabilității economice și rata dobânzii (r_e - i)

$$E = \frac{D}{C}(r_e - i)$$

unde: E = efectul de îndatorare
D = datorii (împrumut);
r_e = rentabilitatea economică;
i = rata dobânzii;
r_f = rentabilitatea financiară.

Apariția efectului de îndatorare are influență directă asupra rentabilității financiare în sensul că:

$$r_f = r_e \pm E$$

⇒ dacă $r_e > i \rightarrow$ se obține efect pozitiv de îndatorare, ceea ce face ca $r_f > r_e$. Rentabilitatea financiară crește direct proporțional cu rata îndatorării;

⇒ dacă $r_e = i \rightarrow$ efectul de îndatorare este nul, oricare ar fi rata de îndatorare. În acest caz $r_e = r_f$.

⇒ dacă $r_e < i \rightarrow$ se obține efect de îndatorare negativ, ceea ce conduce la faptul că $r_f < r_e$. Rentabilitatea financiară scade invers proporțional cu rata îndatorării.

Exemplu. O întreprindere are nevoie de un capital de 1000 pentru desfășurarea activității de exploatare, pe care-l poate procura de la acționari și din credit bancar, în proporții diferite. Presupunem trei variante de procurare a capitalului, care dau rate de îndatorare diferite, după cum urmează:

Tabelul nr. 24

	V_1	V_2	V_3
Capital propriu (C)	1 000	800	600
Datorii (D)	-	200	400
Rata îndatorării ($\frac{D}{C}$)	-	25%	66,66%

Dacă admitem că rentabilitatea economică ce se poate obține este de 16%, că rata dobânzii este de 12%, iar impozitul pe profit este de 38%, rentabilitatea financiară pentru cele 3 variante de îndatorare va fi următoarea:

Tabelul nr. 25

	V_1	V_2	V_3
Rezultatul brut	160	160	160
Cheltuieli financiare (dobânda)	-	24	48
Impozitul pe profit	60,8	51,68	42.56
Rentabilitatea economică	9,92	8,43	6,94
Rentabilitatea financiară	9,92	10,54	11,57

În absența îndatorării (V_1), E = 0, prin urmare rf = re, indiferent de mărimea ratei dobânzii pe piața financiară. Pentru variantele V_2, V_3 , rf > re ca urmare a creşterii gradului de îndatorare.

Dacă micşorăm rata rentabilității economice la 12% şi păstrăm nemodificați toți ceilalți indicatori, situația rentabilității se prezintă astfel:

Tabelul nr. 26

	V_1	V_2	V_3
Rezultatul brut	120	120	120
Cheltuieli financiare (dobânda)	-	24	48
Impozitul pe profit	45,6	36,48	27,36
Rentabilitatea economică	7,44	5,95	4,46
Rentabilitatea financiară	7,44	7,44	7,44

Rentabilitatea economică scade pe măsura creşterii gradului de îndatorare, însă rentabilitatea financiară rămâne nemodificată în toate cele 3 variante întrucât $r_e = i$.

În sfârşit, admițând că rata rentabilității economice ar coborî la 10%, în timp ce toți ceilalți parametri rămân nemodificați, situația rentabilității s-ar prezenta astfel:

Tabelul nr. 27

	V_1	V_2	V_3
Rezultatul brut	100	100	100
Cheltuieli financiare (dobânda)	-	24	48
Impozitul pe profit	38	28,88	19,76
Rentabilitatea economică	6,20	4,71	3,22
Rentabilitatea financiară	6,20	5,89	5,37

Este o situație extrem de neplăcută ca o întreprindere să trebuiască să se împrumute la un nivel de dobândă superior ratei rentabilității economice. Întreprinderea se decapitalizează treptat şi, dacă situația durează, se îndreaptă sigur spre faliment. Evoluția indicatorilor de rentabilitate calculați mai sus estimează cu claritate stadiul precar în care se află întreprinderea. Atât rentabilitatea economică, cât şi cea financiară înregistrează un trend descrescător, deşi aceasta din urmă se menține, totuşi, la un nivel mai ridicat. Explicația constă în creşterea gradului de îndatorare, în condițiile diferenței negative între r_e şi i.

15.4. Metoda diagnosticului financiar

Diagnosticul financiar trebuie să fie pluridimensional, să îmbrățișeze diverse aspecte ale vieții întreprinderii. Indicatorii prezentați mai sus: lichiditate, îndatorare, rentabilitate nu sunt decât instrumente ale diagnosticului financiar; **metoda diagnosticului financiar** presupune modul de folosire a acestor indicatori care exprimă starea financiară a întreprinderii, în vederea luării deciziilor privind comportamentul viitor și modul de acțiune. Importante sunt concluziile ce se trag, care interesează nu numai conducătorii compartimentului financiar-contabil, dar și proprietarii întreprinderii, managerii, creditorii etc.

Pentru prelucrarea indicatorilor, elaborarea concluziilor și luarea deciziilor se pot utiliza două metode: metoda comparației și metoda analogiilor cu situații strategice - tip.

15.4.1. Metoda comparației

Metoda sau procedeul comparației, în contextul diagnosticului financiar, se poate realiza sub diverse forme: realizări / previziuni, comparații în dinamică, comparații între întreprinderi, comparații normative.

- **Comparația realizări / previziuni** este mai frecventă și cea mai utilă pentru controlul activității economico-financiare. Dacă comparațiile se efectuează sistematic și sunt satisfăcătoare sub aspectul rezultatelor, celelalte comparații joacă numai un rol complementar. Rezultatul comparației poate duce la măsuri pentru corectarea pe viitor a realizărilor sau pentru corectarea previziunilor, dacă acestea s-au dovedit nerealiste (subdimensionate sau supradimensionate).
- **Comparația în timp** (dinamică) permite concluzii cu privire la evoluția situației financiare. Pentru aceasta pot fi utilizate atât sume absolute, cât și mărimi relative și se pot exprima grafic. În vederea realizării acestor comparații și obținerii de rezultate viabile trebuie folosite cifre comparabile, iar metodele de calculare a indicatorilor utilizați să rămână aceleași pe toată perioada analizată.
- **Comparația în spațiu** (între întreprinderi) se poate efectua direct sau indirect. Comparația directă dintre două întreprinderi concurente este mai greu de realizat din cauza secretului profesional și deci a lipsei de informații gestionare asupra partenerilor. Nedispunând de informații suficiente, nu se pot face comparații utile. Comparația indirectă se poate realiza mulțumită publicațiilor statistice ce vizează grupe de întreprinderi, pe ramuri sau sectoare de activitate. De regulă, aceste informații vizează indicatori medii.
- **Comparația normativă** presupune folosirea unor indicatori (coeficienți) tip, adoptați adesea din afara întreprinderii (bancă, bursă), cum este cazul coeficienților de îndatorare adoptați de bănci, care reprezintă în fapt o normă pentru obținerea de credit (un prag, o limită), iar întreprinderea trebuie să se integreze în aceste niveluri.

Unele instituții se bazează pe comparații normative pentru a defini situația financiară a clienților lor, înainte de a le deschide un credit. Practic, se utilizează concomitent un număr de 3-5 indicatori (sau mai mulți) pentru care banca are valori tip (normale); la nivelul întreprinderii se face media ponderată a valorilor indicatorilor, în funcție de importanța ce li se acordă, și se compară cu indicatorul tip al băncii (din punctul de vedere al importanței toți indicatorii folosiți reprezintă 100).

Se face raportul între coeficientul mediu ponderat al întreprinderii și coeficientul tip al băncii:

$$\frac{\text{Coeficientul mediu ponderat al întreprinderii}}{\text{Coeficientul tip al băncii}}$$

dacă > 1 rezultatul este bun
dacă < 1 rezultatul este discutabil.

Exemplu. Considerăm că situația financiară a unei întreprinderi se poate caracteriza cu ajutorul a cinci indicatori, cu grade de importanță diferite, după cum urmează:

$$I_1 = \text{indicator de lichiditate } (25\%) = \frac{\text{Creanțe + disponibilități}}{\text{Datorii pe termen scurt}} = 1{,}2$$

$$I_2 = \text{indicator de solvabilitate } (25\%) = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Datorii totale}} = 0{,}6$$

$$I_3 = \text{Indicator de imobilizare a capitalului propriu } (15\%) = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Imobilizări nete}} = 0{,}8$$

$$I_4 = \frac{\text{Indicator de viteză}}{\text{de rotație a stocurilor}}\ 20\% = \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{stocul mediu}} = 4{,}5$$

$$I_5 = \frac{\text{Indicator de rotație}}{\text{credit - client}}\ (15\%) = \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Clienți + efecte de încasat + efecte scontate neajunse la scadență}} = 12$$

Coeficientul tip al băncii = 3.00

$$\frac{\frac{(1{,}2\times 25)+(0{,}6\times 25)+(0{,}8\times 15)+(4{,}5+20)+(12\times 15)}{100}}{3{,}00} = \frac{3{,}27}{3{,}00} > 1$$

Când rezultatul raportului de mai sus < 1, deci rezultatul comparației normative este discutabil, înseamnă că hotărârea de acordare sau refuzare a creditului de către bancă nu depinde numai de situația financiară a întreprinderii. În astfel de cazuri se mai iau în considerare și alți factori: interni (situația

personalului, competență, moralitate, calitatea gestionării) și externi (situația economică de ansamblu pe ramură sau la nivelul economiei naționale).

15.4.2. Metoda analogiilor

Metoda analogiilor cu situații strategice tip se bazează pe o cunoaștere foarte bună a situațiilor critice prin care poate trece o întreprindere din punct de vedere financiar, a patologiei fiecărei întreprinderi, cunoaștere dobândită pe baza experienței îndelungate și a înregistrării unui număr mare de cazuri tip. Pe această bază se formează o cultură financiară care permite economistului să interpreteze cazurile particulare. Astfel de situații tip, respectiv cazuri financiare necorespunzătoare, pot fi determinate de suprastocare, supradotare, supraexpansiune, vânzare sub posibilități și de o proastă clientelă.

- **Stocuri peste necesar.** Suprastocajul determină imobilizări de fonduri proprii sau de credite bancare, în funcție de metoda de finanțare, cu repercusiuni negative sub aspectul creșterii cheltuielilor cu dobânzile, cu păstrarea, depozitarea și manipularea stocurilor, blocarea spațiilor de depozitare, perisabilități etc. Consecința suprastocării este încetinirea vitezei de rotație și micșorarea ratei rentabilității. Dacă situația durează mai mult timp, se prejudiciază creșterea economică, cu perturbări grave asupra întregii situații financiare.
- **Supradotarea** în echipament de producție și comercial apare pentru perioade medii de timp, când întreprinderea nu utilizează întreaga capacitate de producție. Supradotarea poate apărea ca urmare a realizării unor proiecte de investiții care nu corespund posibilităților de exploatare și necesarului real al creșterii economice.

Deși se lucrează sub capacitate, întreprinderea suportă costuri (amortizări) importante, în timp ce veniturile sale sunt adesea nesatisfăcătoare. În consecință apar, inevitabil, pierderi din exploatare care, în extremis, pot conduce la încetarea plăților.

Spre deosebire de suprastocaj, supradotarea este mai greu de corectat, ca urmare a caracterului ireversibil a numeroase investiții.

- **Supraexpansiunea** sau expansiunea necontrolată. Unele întreprinderi care nu se gestionează corespunzător nu pot controla (stăpâni) problemele de trezorerie pe care le ridică o creștere economică accelerată, adoptată de întreprindere. În perioada supraexpansiunii cresc, desigur, stocurile și soldul contului clienți într-un ritm egal sau mai mare decât cifra de afaceri; prin urmare, apar nevoi suplimentare de finanțare pe termen scurt, de unde apelul la credite bancare. În asemenea condiții, situația devine precară, sensibilă la cel mai mic risc, depinzând mai mult sau mai puțin de atitudinea băncii. Deși din punct de vedere economic întreprinderea este viabilă, uneori foarte puternică, în asemenea situații poate da faliment prin încetarea plăților.

Criza de trezorerie determinată de supraexpansiune se poate reprezenta grafic în felul următor:

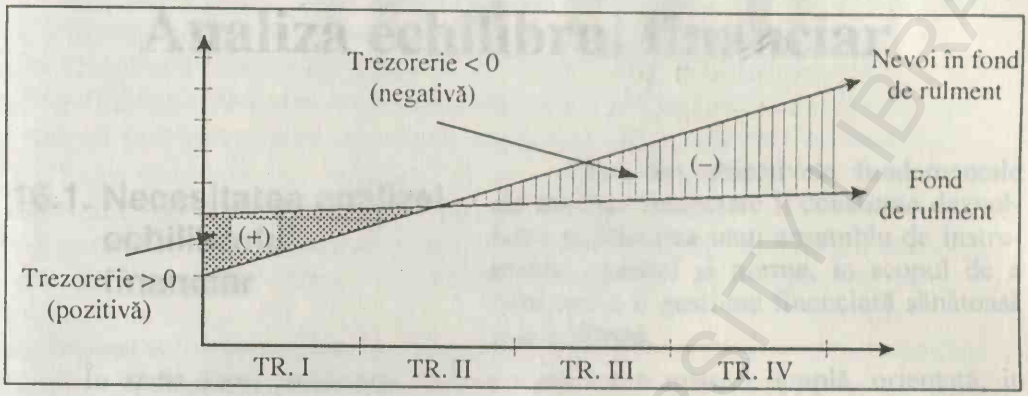


Fig. 18

• **Vânzări sub posibilități.** Nerealizarea cifrei de afaceri poate fi determinată de o proastă adaptare a mărfurilor la piață sau de existența unor mărfuri de proastă calitate, de o conjunctură economică nefavorabilă pe ramură, pe economia națională sau pe plan mondial, când pot fi afectate foarte multe întreprinderi.

Oricare ar fi cauza, fenomenul se repercutează în creşterea stocurilor, cu atât mai mult în cazul când producția sau cumpărările nu se reduc la timp, provocând o lipsă de lichiditate. Reducerea lichidității financiare se accentuează şi mai mult dacă, în vederea redresării cifrei de afaceri, se acceptă vânzări pe credit-client întrucât, astfel, are loc o sporire a volumului creanțelor în detrimentul lichidității.

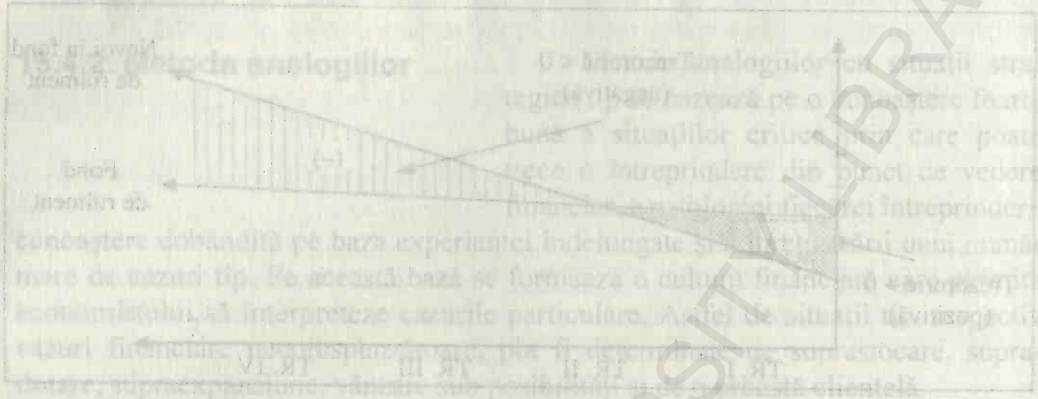
Lipsa încasărilor împinge întreprinderea către credite bancare pe termen scurt sau către credite-furnizor, cu consecințe asupra costurilor. Întreprinderile care decid să micşoreze cumpărările ajung în situația că trebuie să ramburseze o parte a creditului-furnizor - ceea ce amenință cu încetarea plăților din lipsă de lichidități.

• **Clientelă proastă,** adică relații cu clienți dubioşi sau clienți scumpi.

Clienți dubioşi sunt aceia care plătesc greu sau deloc. Ei creează greutăți de trezorerie şi constrâng întreprinderea să apeleze la credite bancare, ceea ce determină costuri suplimentare; greutățile întreprinderilor client se transmit furnizorilor, creând posibilitatea falimentelor în lanț.

Clienții scumpi sau costisitori sunt, de regulă, buni platnici, dar creează cheltuieli mai mari prin exigențele lor privind modul de ambalare, lotizare, expediere a mărfurilor etc. Astfel de clienți contribuie la realizarea cifrei de afaceri, dar nu şi a beneficiilor.

Dificultățile financiare ale întreprinderilor, caracterizate prin lipsa de lichiditate financiară, au cauze diferite: comerciale, tehnice, manageriale sau proastă gestionare. Unele cauze țin de întreprindere, altele de factori externi. Cunoaşterea situațiilor strategice tip, a consecințelor care decurg din ele, trebuie să creeze impulsul necesar pentru luarea din timp a măsurilor corespunzătoare care să conducă la ameliorarea situației financiare, a diagnosticului financiar.



BCU ASICENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 16

Analiza echilibrul financiar

16.1. Necesitatea analizei echilibrului financiar

Unul din obiectivele fundamentale ale analizei financiare îl constituie dezvoltarea şi folosirea unui ansamblu de instrumente, practici şi norme, în scopul de a caracteriza o gestiune financiară sănătoasă şi echilibrată.

În acest sens, după anii '80 s-a constatat o mişcare amplă, orientată, în principal, spre două direcţii:

a) o reexaminare critică a metodelor şi instrumentelor analizei tradiţionale - analiza bilanţului, fondul de rulment, metoda ratelor - în scopul aprofundării, al diversificării abordărilor analitice, al nuanţării condiţiilor de aplicare, cu finalitate directă asupra ameliorării pertinenţei şi rigorii analizelor efectuate;

b) formularea unei game lărgite de indicatori, ca urmare a utilizării unei pluralităţi de abordări. Astfel, aplicarea analizei funcţionale la studiul bilanţului şi al contului de rezultat a permis o mai bună apreciere a echilibrelor financiare. Dezvoltarea analizei financiare dinamice - bazată pe fluxuri de fonduri - a permis înţelegerea mai bună a variaţiilor la nivelul încasărilor, al situaţiei trezoreriei, permiţând, astfel, integrarea studiului echilibrelor financiare cu cel al rezultatelor.

Aprecierea echilibrelor financiare fundamentale la nivelul unei firme face obiectul oricărei analize financiare, indiferent de categoria utilizatorilor cărora le este destinată.

Estimarea echilibrului financiar la nivelul întreprinderii este dependentă de obiectivele persoanelor care comandă sau studiază astfel de analize.

Prin prisma **intereselor acţionarului** se apreciază că echilibrul financiar este respectat dacă rentabilitatea pe care i-o oferă un astfel de plasament compensează riscul la care se expune. Riscul în cauză depinde de factorii economici, care determină rentabilitatea activelor şi de politica de îndatorare practicată de întreprindere. Această reprezentare a echilibrului financiar este legată direct de obiectivul acţionarilor care constă în maximizarea valorii întreprinderii.

Pentru acţionari, simptomele dezechilibrului apar atunci când nu obţin rentabilitatea fondurilor proprii pe care ei o cer, ţinând cont de riscul economic, de

riscul financiar și de riscul de faliment la care se expun. Exprimarea acestor simptome este dependentă de situația întreprinderii:

- **dacă firma este cotată la bursă** - scăderea cursului acțiunilor sale este un indicator incontestabil și obiectiv al deteriorării sănătății financiare a acesteia, al unui dezechilibru financiar; analiza trebuie continuată cu studiul evoluției pieței financiare în ansamblu, pentru a distinge influența factorilor specifici întreprinderii de cei ai mediului economic în care aceasta funcționează;
- **dacă firma nu este cotată la bursă** - cursul acțiunilor nu mai funcționează ca un indicator; simptomele dezechilibrului financiar pe termen scurt sunt mai dificil de sesizat și impun recurgerea la alți indicatori.

Posibilitățile de informare a acționarilor sunt diferite, în funcție de statutul și poziția lor: principalii acționari au acces la o cantitate importantă de informații și de o calitate bună, pe când micii acționari au la dispoziție o cantitate redusă de informații și cu un grad de relevanță redus. Acționarul minoritar va efectua un studiu sumar bazat, în principal, pe rentabilitatea financiară pe care o va obține și completat, eventual, cu anumite comparații cu întreprinderile concurente, cu piața și cu alte forme de plasament.

Dacă întreprinderea este cotată, acționarul minoritar are posibilitatea de a-și transfera cu ușurință titlul.

Prin prisma **intereselor managerilor** firmei, aprecierea echilibrului financiar este legată, ca și la acționari, de obiectivul maximizării valorii întreprinderii, la care se adaugă criterii de flexibilitate financiară, de creștere economică, de autonomie financiară și de putere.

În aceste condiții, cauzele dezechilibrului pot consta, fie în lipsa de flexibilitate financiară, fie în dorința de a salvgarda autonomia financiară sau controlul, sau de a maximiza rata de creștere economică. Apare astfel, pe termen scurt, problema dacă menținerea autonomiei financiare și a controlului sau obținerea unei creșteri maxime sunt compatibile cu atingerea unui nivel satisfăcător al rentabilității.

Posibilitățile de informare ale acestei categorii sunt mai bune, atât în ce privește cantitatea, cât și calitatea informației. Ei au posibilitatea nu numai de a sesiza simptomele dezechilibrelor, dar și de a identifica originile, cauzele acestora, de a le stabili factorii care le influențează evoluția.

Poziția acționarilor principali și a managerilor se apropie și prin prisma rolului lor în elaborarea politicii financiare a întreprinderii. Orice politică financiară are ca obiect găsirea unui „echilibru între investițiile și activele întreprinderii și investițiile și activele financiare ale furnizorilor de fonduri"[1].

[1] Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 3e édition, Editions Dalloz, Paris, 1998.

Prin prisma **intereselor creditorilor firmei,** aprecierea echilibrului financiar este legată de obiectivul acestora de a obține rambursarea creanțelor lor și de a primi remunerația convenită. Simptomele dezechilibrului financiar sunt exprimate prin situația firmei, prin prisma riscului de faliment culminând cu încetarea plăților.

O creștere a riscului de faliment determină creditorii fie să ceară rate ale dobânzi mai ridicate, fie să reconsidere creditul acordat; apariția unor astfel de situații în viața unei firme constituie indicatori indiscutabili ai dificultăților financiare.

Pentru creditori este mai ușor și mai puțin costisitor să se bazeze pe o analiză statică de tip patrimonial și pe constituirea de garanții.

Se acordă o mare importanță noțiunilor de solvabilitate, lichiditate a activelor și exigibilitate a datoriilor, ca și diferitelor moduri de a cuantifica capacitatea de rambursare.

Pentru analiza echilibrului financiar s-au conturat două grupe mari de metode:

- metode tradiționale bazate pe studiul bilanțului;
- metode bazate pe studiul fluxurilor financiare aparținând abordărilor dinamice.

16.2. Analiza statică

Abordarea statică a echilibrului financiar constituie componenta tradițională a analizei financiare. În ciuda numeroaselor critici la care a fost supusă în ultimele două decenii, opinia dominantă este aceea că nu se poate renunța la acest tip de analiză.

16.2.1. Prezentare generală

Analiza statică furnizează răspunsuri cu privire la cel puțin trei probleme esențiale pentru aprecierea condițiilor echilibrului financiar:

1. structura patrimoniului și evoluția sa în timp ;
2. corelația între lichiditățile cumulate ale firmei și scadențele pe care ea le poate anticipa la o anumită dată;
3. gradul de adecvare al compoziției resurselor colectate de întreprindere la utilizările pe care ea le finanțează.

Această abordarea tradițională este completată de două noi concepții:

- una, „funcțională", care-și propune luarea în calcul a ciclurilor financiare, care pun în mișcare elementele bilanțului și ale tabloului de finanțare;
- alta, în termenii „pool-ului de fonduri", în care accentul este pus, în principal, pe necesitatea coerenței între deciziile privitoare la finanțare și cele privind utilizarea fondurilor.

În practică, orice unitate economică se confruntă cu regula **imperativă**, conform căreia, pentru a-și asigura supraviețuirea și a-și menține autonomia, trebuie să-și conserve solvabilitatea imediată și pe termen, ca o condiție a echilibrului financiar. Menținerea solvabilității constituie un imperativ permanent și important, deoarece o firmă poate să-și vadă compromisă autonomia sau chiar supraviețuirea de o fază de insolvabilitate - chiar tranzitorie - în ciuda performanțelor sale pe plan tehnic și comercial.

Suportul analizei statice îl constituie **bilanțul,** deoarece permite formularea unui diagnostic privind condițiile echilibrului financiar și al solvabilității și pune în evidență structura financiară a întreprinderii. Limitele acestui mod de abordare provin din faptul că bilanțul ne oferă o reprezentare a patrimoniului la un moment dat.

Pertinența acestei metode este mult superioară atunci când este precedată de o pregătire metodică a surselor de informare, ceea ce impune trecerea de la bilanțul contabil, la un bilanț financiar, care să țină cont mai întâi de realitatea economică a întreprinderii.

Analiza solvabilității pornind de la bilanț se bazează în mod tradițional pe principiul confruntării între lichiditatea activului și exigibilitatea pasivului.

În bilanț, pasivul grupează angajamentele întreprinderii; aceste elemente au o exigibilitate diferită, în funcție de scadența lor. Astfel, unele - datoriile pe termen mediu și lung - au scadențe îndepărtate, altele - capitalurile proprii - nu au nici o scadență, iar provizioanele constituie resurse a căror alocare este, încă, incertă. Pentru analistul financiar se impune reordonarea elementelor de pasiv după o ordine de exigibilitate crescătoare.

În activul bilanțului, elementele sunt grupate într-o ordine care ține cont, în special, de lichiditatea lor - de aptitudinea de a fi transformate în monedă.

Pentru această operație sunt valabile, în general, următoarele reguli:

a) excluderea din activul întreprinderilor a unor elemente cum sunt cheltuielile de instalare, o anumită parte a activelor necorporale, pierderile datorită incapacității lor de a se transforma în monedă. Lichiditatea unui activ depinde de durata de viață a acestuia și de valoarea lichidativă;
b) activul circulant va fi constituit din totalitatea activelor, corespunzând ciclului de exploatare (stocuri, creanțe clienți etc.) și alte creanțe deținute de întreprindere și al căror termen este sub un an;
c) activul imobilizat va regrupa activele corespunzând investițiilor legate de exploatare, investițiilor financiare și plasamentelor a căror lichiditate este adesea mai greu de apreciat (titluri de plasament);
d) fondurile proprii se vor stabili prin diferența între valoarea activului și pasivul exigibil;
e) pasivul exigibil pe termen scurt va cuprinde toate datoriile sub un an (legate sau nu de exploatare) și datoriile pe termen mediu și lung, care ajung la scadență într-un an;
f) capitalurile permanente regrupează ansamblul resurselor neexigibile în anul respectiv, considerate nu după origine, ci după termenul lor efectiv.

16.2.2. Structura bilanțului și raportul lichiditate-exigibilitate

Analiza statică constituie o metodă adecvată pentru studiul **modificărilor durabile** ale structurii patrimoniului și, în special, pentru aprecierea echilibrului financiar.

Prin prisma raportului lichiditate/exigibilitate apare ca prioritară problema gradului de adecvare între structura la termen a resurselor și structura utilizărilor fondurilor, privită dintr-un dublu sens:

⇒ al condițiilor de finanțare a întreprinderilor;

⇒ al condițiilor de menținere a solvabilității.

În termeni de finanțare, întreprinderile se pot orienta către o anumită specializare a resurselor după natura utilizărilor pe care le finanțează. Astfel, achiziția imobilizărilor (echipamente, imobile) trebuie finanțată prin resurse stabile, iar constituirea activelor circulante trebuie finanțată prin resurse pe termen scurt. Acest principiu nu este aplicat în practică de o manieră atât de rigidă.

În termenii condițiilor de menținerea a solvabilității, problema care se pune privește capacitatea întreprinderii de a-și transforma în monedă elementele cele mai lichide ale activului circulant și folosirea acestor disponibilități pentru rambursarea datoriilor care au ajuns, sau urmează să ajungă la scadență.

Menținerea echilibrului financiar cere ca întreprinderea să dispună la fiecare termen de scadență de disponibilități suficiente pentru a stinge datoriile. La modul general, se poate pune condiția ca intrările potențiale de fonduri pe termen scurt să acopere ieșirile de fonduri, care trebuie asigurate pe aceeași perioadă. Această regulă "de acoperire" este influențată de:

⇒ incidența evenimentelor defavorabile (sinistre, dificultăți în vânzarea stocurilor) asupra activelor și datoriilor pe termen scurt;

⇒ condițiile de rotație a elementelor ciclice (termenele necesare pentru a transforma în monedă activele circulante și termenele medii de plată de care dispune întreprinderea în relația cu creditorii săi).

O asemenea abordare nu ia explicit în calcul ciclurile pe care le parcurg elementele de activ și pasiv, strâns legate de domeniul în care își desfășoară activitatea întreprinderea.

Analiza statică se poate face, fie în optică patrimonială, fie în optică funcțională.

Analiza statică în optică patrimonială se bazează, în principal, pe fondul de rulment și pe ratele lichidității.

Analiza statică în optică funcțională permite trecerea la o analiză dinamică și se bazează pe relația fundamentală a trezoreriei.

Cele două tipuri de analize sunt complementare și permit evidențierea echilibrului financiar.

16.2.3. Instrumente ale analizei statice

Analiza statică a echilibrului financiar se bazează, în principal, pe următoarele instrumente:

- fondul de rulment;
- ratele financiare stabilite pe baza bilanțului;
- relația fundamentală a trezoreriei.

16.2.3.1. Fondul de rulment

Fondul de rulment se calculează și se analizează pe baza confruntării între lichiditatea activelor și exigibilitatea componentelor pasivului. Noțiunea de fond de rulment este una din cele mai vechi și utilizate noțiuni ale analizei financiare. Cel mai frecvent sunt folosite următoarele noțiuni:

- fond de rulment brut sau total;
- fond de rulment net sau permanent;
- fond de rulment propriu;
- fond de rulment străin.

Noțiunea cu cea mai mare semnificație financiară este aceea de fond de rulment net, care furnizează două tipuri de informații complementare:

1. aprecierea condițiilor echilibrului financiar;
2. clarificarea modalităților de finanțare a investițiilor corporale, necorporale și financiare.

Aprecierea condițiilor echilibrului financiar este posibilă atunci când fondul de rulment net se exprimă pe baza relației:

Fondul de rulment net = Active circulante - Datorii pe termen scurt

În această situație trebuie luate în considerare trei ipoteze:

1. activele circulante sunt egale cu datoriile pe termen scurt;
2. activele circulante sunt mai mari decât datoriile pe termen scurt;
3. activele circulante sunt mai mici decât datoriile pe termen scurt.

Semnificația acestor trei ipoteze nu poate fi apreciată fără a cunoaște raportul între maturitatea activelor circulante și cea a datoriilor pe termen scurt.

Considerarea fondului de rulment ca un indicator al solvabilității și prin aceasta al echilibrului financiar este însoțită de critici, deoarece nu se poate stabili o relație simplă și clară între nivelul și semnul fondului de rulment și riscul de faliment, care pândește o întreprindere. S-a constatat că unele firme pot să-și asigure solvabilitatea cu un fond de rulment negativ, în timp ce altele pot fi insolvabile, în ciuda unui fond de rulment pozitiv. De asemenea, unele întreprinderi își mențin solvabilitatea în condițiile în care înregistrează un nivel

scăzut al acestui indicator, iar altele au dificultăți în efectuarea plăților, chiar în condițiile unui nivel ridicat al fondului de rulment.

Aceste obiecții pot fi înlăturate dacă se renunță la considerarea fondului de rulment ca unic criteriu pentru aprecierea solvabilității și pentru luarea unor decizii.

Folosirea acestui indicator trebuie corelată cu luarea în considerare a următoarelor elemente:

- nevoia de fond de rulment a întreprinderii;
- gradul de lichiditate al activelor circulante;
- gradul de exigibilitate al datoriilor sub un an.

16.2.3.2. Ratele financiare stabilite pe baza bilanțului

Metoda ratelor este un instrument tradițional și deosebit de răspândit al analizei financiare, care a cunoscut în ultimii ani importante actualizări și aprofundări. Se recurge la această metodă din dorința de a stabili norme, praguri, care să constituie criterii pentru a aprecia starea unei întreprinderi, prin compararea ratelor calculate cu anumite valori de referință. În postura de valori de referință se pot afla:

⇒ aceleași rate stabilite la nivelul unui domeniu de activitate;

⇒ aceleași rate înregistrate de o firmă cu care întreprinderea în cauză dorește să concureze sau pe care o consideră un exemplu;

⇒ obiective pe care și le propun acționarii și/sau managerii.

Ratele lichidității exprimă capacitatea firmei de a face față angajamentelor cu scadență pe termen scurt.

Se pot calcula următoarele rate:

⇒ rata lichidității generale;

⇒ rata lichidității reduse;

⇒ rata lichidității imediate.

Rata lichidității generale se calculează ca un raport între activul circulant și datoriile pe termen scurt, conform relației:

$$L_G = \frac{\text{Active circulante}}{\text{Datorii pe termen scurt}}$$

Această rată permite să verificăm dacă capitalurile utilizate pentru finanțarea unei valori de activ vor rămâne la dispoziția întreprinderii pe o perioadă cel puțin egală cu durata acestui activ. În acest fel ar fi îndeplinită regula tradițională a echilibrului financiar minim.

Rata lichidității reduse sau rata trezoreriei exprimă lichiditatea întreprinderii, excluzând din analiză stocurile. O parte din stocuri, corespunzând valorii minime a stocului indispensabil activității normale a întreprinderii, sunt considerate ca reprezentând o veritabilă imobilizare. Ea exprimă faptul că rezerva de stocuri conservată de firmă poate prezenta un grad insuficient de lichiditate în cazul unei nevoi urgente - astfel, anumite mărfuri nu au valoare decât dacă au parcurs un anumit proces de producție.

Modul de calcul:

$$L_r = \frac{\text{Creanțe} + \text{Disponibilități}}{\text{Datorii pe termen scurt}}$$

sau

$$L_r = \frac{\text{Angajamente legate de exploatare} + \text{Alte creanțe} + \text{Lichidități}}{\text{Datorii pe termen scurt}}$$

Rata lichidității imediate cunoaște fluctuații a căror interpretare este cel mai adesea incertă.

Modul de calcul:

$$L_I = \frac{\text{Valori disponibile}}{\text{Datorii pe termen scurt}}$$

sau

$$L_I = \frac{\text{Lichidități}}{\text{Datorii pe termen scurt}}$$

Ratele lichidității prezentate mai sus evidențiază condițiile echilibrului financiar pe termen scurt.

Cu privire la ratele lichidității se pot face următoarele precizări:

1. În legătură cu **informația contabilă,** trebuie avută în vedere incidența dividendelor (dacă se lucrează pe un bilanț înaintea distribuirii rezultatelor) și a metodelor de evaluare contabilă, în special, la nivelul stocurilor.

2. **Semnificația** lor este redusă în cazul întreprinderilor care permanent nu realizează acoperirea activelor circulante prin datorii pe termen scurt.

3. Pot furniza **informații eronate** cu privire la lichiditate, deoarece termenul efectiv de rambursare nu este luat în calcul corespunzător. Astfel, două întreprinderi sunt într-o situație diferită, chiar dacă prezintă același activ circulant și pasiv exigibil pe termen scurt, dar datoriile lor pe termen scurt sunt exigibile pe perioade diferite - de la câteva săptămâni la câteva luni, de exemplu.

Ratele îndatorării prezintă o expresivitate, prin prisma echilibrului financiar, mai redusă comparativ cu ratele lichidității. Ele ne dau o imagine asupra capacității întreprinderii de a depăși dificultățile care ar putea apărea datorită unei eventuale neîncrederi din partea furnizorilor de fonduri. Scopul calculării lor îl constituie evidențierea contribuției diferitelor surse de îndatorare la finanțarea

întreprinderii. Modul de calcul se bazează pe compararea formelor îndatorării cu fondurile proprii ale firmei.

Rata solvabilității se stabileşte pe baza următoarei relații:

$$L_s = \frac{\text{Capital propriu}}{\text{Total pasiv}}$$

Rata autonomiei financiare este stabilită astfel:

$$L_{AF} = \frac{\text{Datorii pe termen scurt, mediu şi lung}}{\text{Capitaluri proprii}}$$

Această rată corespunde faimoasei "rate de levier", care permite:

- măsurarea modalității în care întreprinderea recurge la efectul de îndatorare;
- aprecierea capacității de îndatorare a întreprinderii; aceasta atinge punctul de saturație atunci când rata autonomiei financiare se apropie de 1. Posibilitățile de îndatorare vor fi cu atât mai mari, cu cât această rată prezintă valori mai slabe între limitele 0 şi 1.

Ratele de sinteză sau ale echilibrului financiar leagă conturile de activ şi conturile de pasiv exprimând exigibilitatea datoriilor în raport cu lichiditatea activelor. Ele permit evidențierea unui aspect al regulii echilibrului financiar şi anume acela, potrivit căruia imobilizările trebuie să fie finanțate prin capitaluri care rămân la dispoziția întreprinderii de o manieră durabilă, cvasipermanentă.

Posturile din activ şi din pasiv sunt confruntate izolând elementele pe termen mediu şi lung, pe de o parte, şi cele pe termen scurt, pe de altă parte.

Ratele de sinteză privind elementele cu durate de peste un an evidențiază modul de finanțare a utilizărilor pe termen lung. Mod de calcul:

$$LS_1 = \frac{\text{Capitaluri permanente}}{\text{Active imobilizate nete}}$$

Aceasta se mai numeşte rata finanțării imobilizărilor sau rata imobilizării capitalurilor. Diferența între numărător şi numitor este fondul de rulment.

Dacă:

a) $LS_1 > 1$, atunci întreprinderea are un fond de rulment net **pozitiv:** întreprinderea îşi finanțează totalitatea investițiilor sale prin resurse stabile şi este în măsură să finanțeze şi elemente ale activului circulant;

b) $LS_1 < 1$, atunci întreprinderea are un fond de rulment net **negativ**; întreprinderea nu-şi poate asigura finanțarea investițiilor prin resurse stabile.

"Autonomia" de care dispune întreprinderea în finanțarea investițiilor sale este exprimată de următoarea relație:

$$LS_2 = \frac{\text{Capitaluri proprii}}{\text{Active imobilizate nete}}$$

BCU CLUJ-NAPOCA CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

16.2.3.3. Relația fundamentală a trezoreriei

Relația fundamentală a trezoreriei constituie nucleul analizei statice a echilibrului financiar, reprezentând o formulare sintetică, extrem de sugestivă, care rezumă condițiile esențiale ale echilibrului financiar, atât prin prisma raportului între lichiditatea activelor și exigibilitatea elementelor de pasiv, cât și prin luarea în considerare a ciclurilor financiare fundamentale.

Analiza se face pe baza **bilanțului funcțional**, care poate fi construit fie după optica orizontală (principiul alocării), fie după optica pool de fonduri.

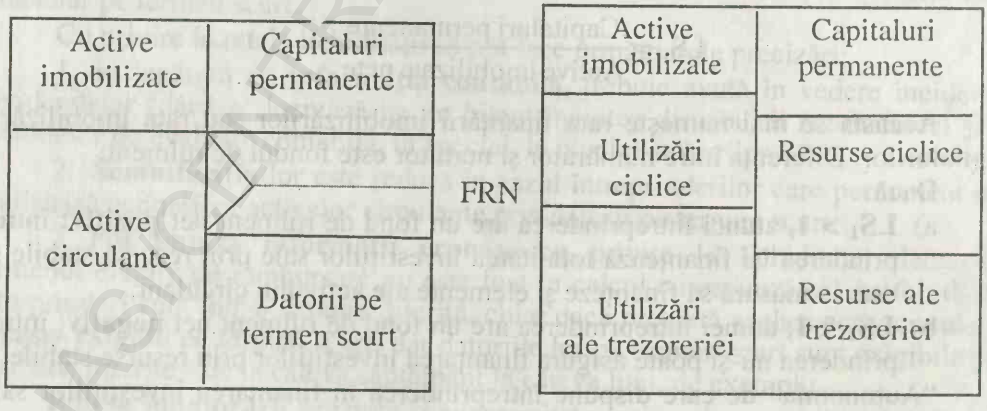
Bilanțul funcțional regrupează utilizările (întrebuințările) și resursele, în funcție de legătura cu ciclurile activității întreprinderii. Legat de ciclul de investiții apare fondul de rulment ca sold al utilizărilor și resurselor aferente acestuia. În cazul ciclului de exploatare corespondentul este nevoia de fond de rulment, ca sold al utilizărilor și resurselor. Trezoreria întreprinderii se definește astfel ca diferență între cele două solduri.

Bilanțul funcțional orizontal se elaborează îmbinând abordarea în termeni temporali, cu cea în termeni funcționali; el constituie o fotografie la un moment dat a derulării diferitelor cicluri financiare. Construcția sa se bazează pe principiul alocării resurselor stabile pentru finanțarea nevoilor stabile sau, altfel spus, pe acoperirea nevoilor de fond de rulment prin fond de rulment.

Resursele stabile (durabile) reunesc resursele proprii și împrumuturile indiferent de scadență (exclusiv creditele bancare de trezorerie).

Nevoile stabile grupează activul imobilizat brut de exploatare și activul imobilizat brut în afara exploatării.

O posibilă reprezentare a bilanțului funcțional în două „straturi" și respectiv, în trei „straturi" este prezentată mai jos:



Confruntarea dintre resursele și utilizările pe termen lung permite regăsirea elementelor de calcul al fondului de rulment net (FRN):

FRN = Capitaluri permanente – Active imobilizate

Alăturarea elementelor ciclice (utilizări ciclice/resurse ciclice) pune în evidență nevoia de fond de rulment (NFR), pe care unii autori o mai numesc "activ net de exploatare".

Nevoia de fond de rulment corespunde decalajului dintre reglementarea clienților și furnizorilor și nevoia de finanțare a stocurilor.

$$NFR = Utilizări\ ciclice - Resurse\ ciclice$$

Pentru aprofundarea analizei se impune descompunerea NFR în nevoia de fond de rulment de exploatare (NFRE) și nevoia de fond de rulment în afara exploatării (NFRAE).

Nevoia de fond de rulment de exploatare se stabilește ca diferență între activele circulante de exploatare și datoriile de exploatare.

Nevoia de fond de rulment în afara exploatării se calculează prin diferență între activele circulante în afara exploatării și datoriile în afara exploatării.

Confruntarea utilizărilor și resurselor corespunzând operațiilor financiare pe termen scurt evidențiază „situația trezoreriei" sau mai simplu trezoreria (T):

$$T = Resurse\ ale\ trezoreriei - Utilizări\ ale\ trezoreriei$$

sau

$$T = Fond\ de\ rulment\ net - Nevoia\ de\ fond\ de\ rulment$$

Această relație fundamentală a trezoreriei exprimă, în esență, o interdependență mecanică între componentele bilanțului și nu, în primul rând, o regulă normativă de comportament sau o legătură cauzală.

Legătura existentă între relația trezoreriei și condițiile echilibrului financiar poate fi analizată în următoarele ipoteze:

Ipoteza 1: Trezoreria este pozitivă, ceea ce înseamnă că fondul de rulment net este superior nevoii de fond de rulment.

Deci: $T > 0 \Rightarrow FRN > NFR.$

În această situație, FRN asigură nu numai finanțarea stabilă a ciclului de exploatare, dar și un excedent al trezoreriei care permite, fie deținerea unor valori disponibile, fie efectuarea unor plasamente. O asemenea configurație apare la prima vedere favorabilă în termenii echilibrului financiar. Ea nu scutește însă întreprinderea de probleme pe termen scurt, dacă scadențele anumitor resurse ale trezoreriei sunt apropiate, în timp ce utilizările trezoreriei au fost efectuate pe termen mai îndepărtat.

Ipoteza 2: Trezoreria este negativă, ceea ce înseamnă că fondul de rulment net este inferior nevoii de fond de rulment.

Deci: $T < 0 \Rightarrow FRN < NFR.$

În această situație, înseamnă că nevoia de fond de rulment nu poate fi în întregime finanțată prin resurse pe termen mediu și lung. Întreprinderea trebuie să facă apel la resursele trezoreriei, în special la cele de origine bancară. O astfel de

situație este prezentată uneori ca îngrijorătoare din punct de vedere al echilibrului financiar. Această apreciere trebuie nuanțată nu numai datorită faptului că numeroase întreprinderi prezintă structural o trezorerie negativă, fără a fi supuse unui risc de faliment ridicat, dar și ținând cont de trăsăturile unor împrumuturi bancare curente. Astfel, împrumuturile bancare curente de tip „revolving" sunt reînnoite aproape automat, în special în funcție de previziunile asupra activității. În acest mod, adesea, finanțarea unei bune părți din nevoia de fond de rulment de exploatare este asigurată într-un mod cvasicert. Prin procedurile de finanțare ale creditului client se asigură o acoperire a nevoii de fond de rulment de exploatare, limitându-se astfel riscul de faliment.

Trezoreria negativă nu pune, în primul rând, problema solvabilității ci, mai ales, pe cea a dependenței întreprinderii de băncile care îi furnizează o mare parte a resurselor trezoreriei. Pentru întreprindere se pune problema apariției a două riscuri:

- riscul de a nu i se reînnoi creditul, când persistă precaritatea resurselor de trezorerie, față de nevoia de fond de rulment;
- riscul de dobândă - banca poate să actualizeze rata dobânzii și cheltuielile conexe, luând în considerare dificultățile prin care trece întreprinderea și riscul la care se expune.

Operând distincția între nevoia de fond de rulment pentru exploatare (NFRE) și nevoia de fond de rulment în afara exploatării (NFRAE) în cadrul nevoii de fond de rulment (NFR) se ajunge la un alt mod de determinare a trezoreriei.

Nevoia de fond de rulment pentru exploatare (NFRE) grupează ansamblul utilizărilor și resurselor nestabile (tranzitorii), care sunt legate de ciclurile de investiții și de finanțare, excluzând împrumuturile bancare curente. Sunt cuprinși aici furnizorii de echipamente, conturile privitoare la plata impozitului pe profit și cheltuielile financiare (de plată și plătite în avans).

Trezoreria (T) apare prin diferență:

$$T = \textit{Fond de rulment - Nevoia de fond de rulment (NFRE + NFRAE)}$$

sau

$$T = \textit{Valori mobiliare de plasament + Disponibilități - Împrumuturi bancare curente}$$

În această situație fondul de rulment net trebuie să acopere nevoia de fond de rulment pentru exploatare.

Dezechilibrul apare atunci când trezoreria este negativă în mod structural, altfel spus dacă împrumuturile bancare curente (considerate precare) finanțează nevoi stabile: imobilizări sau componente stabile ale nevoii de fond de rulment pentru exploatare.

Nevoia de fond de rulment pentru exploatare cunoaște fluctuații importante în cadrul unui exercițiu financiar datorate, fie caracterului sezonier al activității întreprinderii, fie modului de reglementare a unor încasări și plăți.

Pentru a aprecia mai corect amploarea dezechilibrului se folosește noțiunea de "trezorerie teoretică" (TT):

$$TT = FRN - NFRE$$

Pentru a atenua rigiditatea regulii, conform căreia o trezorerie negativă este expresia unui dezechilibru financiar, se folosesc unele metode:

1. Introducerea de către organismele financiare a unui **prag critic**, cum ar fi:

- împrumuturile bancare nu trebuie să depăşească de două ori cifra de afaceri:

$$\text{Credite bancare curente} \leq 2\ C.A.$$

- împrumuturile bancare să nu depăşească jumătate din nevoia de fond de rulment pentru exploatare:

$$\text{Credite bancare curente} \leq \frac{1}{2}\text{NFRE}$$

2. Recunoaşterea caracterului de reînnoire sistematică a anumitor împrumuturi bancare, ceea ce duce la definirea noţiunii de „Fond de rulment bancar" (FRB).

$$FRB = NFRE - CB,$$

unde CB = credite bancare de tip "revolving".

Echilibrul este considerat realizat dacă fondul de rulment net este superior fondului de rulment bancar:

$$FRN > FRB$$

Ipoteza 3. Trezoreria este egală cu zero, ceea ce înseamnă că fondul de rulment net şi nevoia de fond de rulment sunt egale:

$$T = 0 \Rightarrow FRN = NFR$$

Este o ipoteză care se impune unei prezentări didactice, altfel o asemenea relaţie nu este decât expresia unei situaţii trecătoare şi fortuite.

Folosirea relaţiei fundamentale a trezoreriei permite identificarea cauzelor posibile ale unor dificultăţi financiare şi pregătirea unui plan de redresare.

O degradare a trezoreriei poate să evidenţieze, fie o reducere a fondului de rulment net, fie o creştere a nevoii de fond de rulment, fie o îmbinare a acestor doi factori.

Dacă se constată reducerea fondului de rulment, întreprinderea trebuie să analizeze următoarele probleme:

- este suficientă autofinanţarea în perioada respectivă?
- cum vor fi relaţiile cu furnizorii de resurse stabile?
- poate să se lanseze în programe de investiţii ambiţioase?

Dacă se constată o creştere a nevoii de fond de rulment, atunci întrebările privesc:

- condiţiile financiare ale creşterii economice;
- gradul de control al întreprinderii asupra unor elemente care determină nivelul nevoii de fond de rulment (gestiunea stocurilor şi termenele lor de vânzare, termenele acordate clientelei).

În ciuda obiecţiilor care li se aduc, fondul de rulment şi relaţia fundamentală a trezoreriei păstrează un real interes analitic şi operaţional, cu condiţia ca indiciile pe care le furnizează să fie interpretate cu prudenţă.

Argumentele folosite cel mai adesea în sprijinul afirmației de mai sus sunt:

1. Relația trezoreriei este o formulare sintetică, ilustrând problemele de ajustare puse de finanțarea investițiilor și a exploatării. Studiul ei furnizează o indicație simplă și rapidă asupra structurii patrimoniului și a condițiilor de finanțare financiară. Dacă se dorește aprofundarea analizei se poate recurge la metoda ratelor și la tabloul fluxurilor.
2. Relația trezoreriei apare ca un instrument al controlului financiar, permițând aprecierea incidenței unor decizii (în materie de aprovizionare, stocuri, credit acordat clientelei, plata furnizorilor) asupra nevoilor de finanțare și a echilibrului financiar al întreprinderii.

16.2.4. Studiu de caz

Analizăm implicațiile politicii generale urmate de societatea comercială „Hermes" SA, asupra bilanțului său, pe baza următoarelor informații referitoare la anii N și N+1:

mil. u.m.

	N	*N + 1*
Cifra de afaceri	4500	5500
Dividende distribuite	54	93

Bilanț la data de 31 decembrie

	N	*N + 1*
Activ		
Imobilizări corporale brute	1230	1779
Amortizări	737	1016
Imobilizări nete	493	763
Imobilizări financiare	205	330
Stocuri de mărfuri	901	1186
Creanțe clienți	1147	1525
Disponibilități	410	169
Total activ	**3156**	**3973**
Pasiv		
Capital social	738	738
Rezerve	328	356
Profit	82	144
Datorii financiare (1)	1025	1464
Furnizori	983	1271
Total pasiv	**3156**	**3973**
(1) din care: - sume peste 1 an	614	762
- sume sub 1 an	411	702

Societatea comercială „Hermes SA" are ca obiect de activitate distribuția de mărfuri și este supusă unei cote de TVA de 18%, atât la cumpărarea, cât și la vânzarea de mărfuri. Marja comercială reprezintă 25% din prețul de vânzare fără TVA.

La începutul anului N dispunea de un stoc de mărfuri în sumă de 983 mil. u.m., creanțe clienți în sumă de 1100 mil. u.m. și datorii furnizori în sumă de 950 mil. u.m.

Rezolvare:

1. **Relația fundamentală a trezoreriei**

Vom calcula fondul de rulment net (FRN), nevoia de fond de rulment (NFR) și trezoreria (T):

	N	*N + 1*
• Fond de rulment net (FRN)		
Capitaluri proprii		
Capital social	738	738
Rezerve înainte de repartizarea profitului	328	356
Profit nedistribuit	28	51
(1) Capitaluri proprii după repartizarea profitului	1094	1145
(2) Datorii peste 1 an	614	762
Total capitaluri permanente (1) + (2)	1708	1907
(3) Imobilizări corporale nete	493	763
(4) Imobilizări financiare	205	330
Total imobilizări (3) + (4)	698	1093
Fond de rulment net (FRN) [(1) + (2) - (3) - (4)]	**+ 1010**	**+ 814**
• Nevoia de fond de rulment (NFR)		
(5) Stocuri	901	1186
(6) Creanțe	1147	1525
(7) Furnizori	983	1271
Nevoia de fond de rulment (NFR) [(5) + (6) - (7)]	**+ 1065**	**+ 1440**
• Trezoreria (T)		
T = FRN - NFR sau	- 55	- 626
Trezoreria = Disponibilități	410	169
(-) Datorii financiare sub 1 an	411	702
(-) Dividende de plată	54	93
Trezoreria (T)	- 55	- 626

Facultatea de Economie si Administrarea Afacerilor
BIBLIOTECA

Firma „Hermes SA" se confruntă cu o diminuare a trezoreriei, rezultând:

a) o reducere a FRN legată de politica de investiții corporale, care nu este compensată printr-o finanțare pe baza unei resurse stabile;

b) o creștere a NFR rezultată în special, din creșterea comercială - în timp ce volumul vânzărilor crește cu 22%, NFR crește cu 35%. Această situație impune studierea termenelor aferente angajamentelor financiare.

2. Termenele angajamentelor financiare

2.1. Rotația stocurilor

Indicatori	*N*	*N + 1*
A. Aprovizionări în cursul exercițiului Prețuri fără TVA (75% vânzări) (mil.u.m.)	3375	4125
B. Stoc mediu: $\frac{\text{Stoc inițial + Stoc final}}{2}$ (mil.u.m.)	$\frac{983+901}{2}=942$	$\frac{901+1186}{2}=1043,5$
C. Durata rotației: $\frac{\text{Stoc mediu}}{\text{Cumpărări}}\times 360$ (zile)	$\frac{942}{3375}\times 360=100$	$\frac{1043,5}{4125}\times 360=91$
D. Viteza de rotație: $\frac{\text{Cumpărări}}{\text{Stoc mediu}}$	$\frac{3375}{942}=3,6$	$\frac{4125}{1043,5}=4$

Se constată o ameliorare a rotației stocurilor în anul N + 1, față de anul N.

2.2. Recuperarea creanțelor

Indicatori	*N*	*N + 1*
A. Vânzări la prețuri cu TVA: (mil.u.m.) vânzări prețuri fără TVA × (100+cota TVA)/100	4500 × 1,18 = 5310	5500 x 1,18 = 6490
B. Volumul mediu al angajamentelor financiare (mil.u.m.)	$\frac{1100+1147}{2}=1124$	$\frac{1147+1525}{2}=1336$
C. Termen de recuperare: $\frac{\text{Volum mediu}}{\text{Vânzări la prețul TVA}}\times 360$ (zile)	$\frac{1124}{5310}\times 360=76$	$\frac{1336}{6490}\times 360=74$
D. Viteza de recuperare: $\frac{\text{Vânzări la prețuri TVA}}{\text{Volum mediu angajamente}}$	$\frac{5310}{1124}=4,7$	$\frac{6490}{1336}=4,9$

Se observă o ameliorare și la nivelul recuperării creanțelor în anul N+1, față de anul N.

2.3. Reglementarea relațiilor cu furnizorii

Indicatori	*N*	*N + 1*
A. Aprovizionări la prețuri cu TVA: (mil.u.m.) Aprov. la prețuri fără TVA × (100 + cota TVA) / 100	3375 x 1,18 = 3983	4125 x 1,18 = 4868
B. Volum mediu al datoriilor furnizorilor (mil.u.m.)	$\frac{950 + 983}{2} = 966,5$	$\frac{983 + 1271}{2} = 1127$
C. Termen de plată: $\frac{\text{Volum mediu datorii furnizori}}{\text{Aprovizionări la prețuri TVA}} \times 360$ (zile)	$\frac{966,5}{3983} \times 360 = 87$	$\frac{1127}{4868} \times 360 = 83$
D. Viteza: $\frac{\text{Aprovizionări la prețuri TVA}}{\text{Volum mediu datorii furnizori}}$	$\frac{3983}{966,5} = 4,1$	$\frac{4868}{1127} = 4,3$

Se constată o evoluție defavorabilă pentru întreprindere în relația cu furnizorii.

Pe total se ajunge la o compensare între evoluțiile la nivelul stocurilor, creanțelor clienți și datoriilor furnizorilor, ceea ce susține afirmația conform căreia creșterea nevoii de fond de rulment nu este consecința unei neglijențe privind termenele.

Aceasta înseamnă că degradarea trezoreriei legată de creșterea nevoii de fond de rulment este datorată creșterii activității comerciale.

Pentru ca firma să-și îmbunătățească condițiile echilibrului financiar are la dispoziție una din variantele:

1) reducerea termenelor creditelor clienți și a stocurilor, paralel cu acțiunea asupra termenelor de plată a furnizorilor, în sensul creșterii acestora;

2) consolidarea capitalurilor permanente pentru a ajunge la o structură financiară adecvată pentru o politică de investiții și de expansiune în domeniul său de activitate.

16.3. Analiza dinamică

Analizele întemeiate pe studiul fluxurilor financiare permit îmbinarea coerentă a studiului echilibrului financiar cu cel al performanțelor firmei.

Dacă analiza statică permite evaluarea dezechilibrului financiar la un moment dat, dar nu explică evoluția acestuia, în schimb, analiza dinamică evidențiază evoluția dezechilibrului financiar, însă nu indică amploarea acestuia.

Rezultă că cele două tipuri de analize sunt complementare și trebuie practicate simultan.

Analiza dinamică se bazează pe conceptul de fluxuri - fluxuri de fonduri și fluxuri de trezorerie.

16.3.1. Fluxurile de fonduri

Noțiunea de flux de fonduri este fundamentală pentru construirea tabloului de finanțare sau a tabloului utilizări-resurse, document care permite analiza echilibrului financiar în termeni de flux.

Studiind fluxurile de fonduri generate de deciziile financiare, analistul financiar va putea să pună în evidență politica întreprinderii în domeniul colectării resurselor și al alocării fondurilor. Concluziile formulate vor fi comparate cu datele din perioade trecute ale firmei, cu activitatea acesteia și a sectorului de activitate căruia îi aparține. La nivelul întreprinderii, orice compartiment financiar are ca responsabilitate principală să realizeze cea mai bună investiție a fondurilor de care dispune firma, în interesul proprietarilor.

Orice utilizare de fonduri trebuie să fie compensată prin una sau mai multe resurse, cel puțin echivalente, iar orice sursă de fonduri poate finanța mai multe utilizări distincte.

Fluxul curent de fonduri între utilizări și resurse la nivelul unei întreprinderi trebuie gestionat într-o optică a lichidității și a rentabilității.

Noțiunea de flux financiar acoperă mișcări de natură eterogenă, dar a căror caracteristică este aceea de a fi exprimate în unitățile monetare, putând fi definite și ca fluxuri monetare.

Pentru a efectua o analiză în termenii analizei dinamice se impune **clasificarea diferitelor tipuri de fluxuri** la nivelul întreprinderii și evidențierea legăturilor existente între ele.

Aplicând criteriul legat de funcția, de rolul acestora, fluxurile pot fi clasificate, după operațiile pe care le declanșează și ciclurile de activitate pe care le susțin, astfel:

- fluxurile legate de activitatea de exploatare;
- fluxurile legate de operațiunile financiare;
- fluxurile legate de activitatea de investiții;
- fluxurile legate de activitățile excepționale.

Un alt criteriu utilizat pentru clasificarea fluxurilor este cel al incidenței contabile; aplicarea acestuia pune în evidență următoarele:

- variația elementelor de activ și a datoriilor;
- variația situației nete;
- variația rezultatului perioadei;
- circulația efectivă a activelor monetare.

Sursa datelor o constituie contul de profit și pierdere, deoarece realizează distincția între cheltuielile și veniturile din exploatare. Operațiunile sunt astfel ordonate încât apar:

- cheltuielile şi veniturile din exploatare;
- cheltuielile şi veniturile financiare;
- cheltuielile excepţionale.

16.3.2. Tabloul de finanţare

Tabloul de finanţare permite, în fapt, descrierea relaţiei de egalitate între fluxurile de utilizări şi fluxurile de resurse pe o perioadă trecută. În literatura de specialitate sunt propuse mai multe forme ale tabloului fluxurilor de fonduri, cele mai importante fiind considerate cele corespunzând concepţiei funcţionale asupra bilanţului.

Pentru **a construi un tablou al fluxurilor financiare** se aplică mai întâi principiul general al reconstituirii resurselor şi utilizărilor, astfel:

- resursele corespund creşterii anumitor posturi ale pasivului sau diminuării unor posturi de activ;
- utilizările corespund creşterii anumitor posturi ale activului sau diminuării unor posturi de pasiv.

Cele de mai sus se reflectă în următoarea schemă:

Utilizări	Resurse
↑Activ ↓Pasiv	↑Pasiv ↓Activ

Aplicând acest principiu asupra datelor din bilanţurile unei perioade se ajunge la construirea bilanţului diferenţial, care pune în evidenţă variaţia posturilor de activ şi pasiv.

Apoi se trece la identificarea unor criterii analitice pentru a **clasifica fluxurile** de utilizări şi resurse. Literatura financiară prezintă numeroase criterii, prin aplicarea cărora a rezultat o varietate de modele ale tabloului de finanţare. Dintre aceste criterii s-au impus următoarele:

- durata sau maturitatea (termenul) utilizărilor şi resurselor;
- funcţia - locul ocupat de fiecare utilizare şi resursă în cadrul ciclurilor fundamentale ale activităţii întreprinderii;
- integrarea în gestiunea globală a „pool-ului" de resurse şi utilizări.

Clasificarea utilizărilor şi resurselor după durată este permisă prin distincţia între mişcările din partea de „sus" şi mişcările din partea de „jos" a bilanţului, sau între resursele, respectiv utilizările, pe termen mediu şi lung, şi cele pe termen scurt. Prezentarea corespunde schemei următoare:

Utilizări (U)	*Resurse (R)*
• Utilizări pe termen lung și mediu (UTL) ↑Active imobilizate ↓Capitaluri permanente • Utilizări pe termen scurt (UTS) ↑Active circulante ↓Datorii pe termen scurt	• Resurse pe termen lung și mediu (RTL) ↑Capitaluri permanente ↓Active imobilizate • Resurse pe termen scurt (RTS) ↑Datorii pe termen scurt ↓Active circulante

Relațiile care se pot scrie pe baza acestui tablou sunt:

$$\boxed{\Sigma U = \Sigma R} \quad (1)$$

$$U = UTL + UTS$$

$$R = RTL + RTS$$

$$UTL + UTS = RTL + RTS$$

$$\boxed{UTS - RTS = RTL - UTL} \quad (2)$$

Se poate înregistra **o creștere a fondului de rulment net,** în oricare din situațiile:

a) Resursele pe termen lung și mediu sunt superioare utilizărilor pe termen lung și mediu, ceea ce înseamnă că pot fi alocate pentru a finanța noi utilizări pe termen scurt:

$$RTL > UTL \Leftrightarrow RTL - UTL > 0 \Leftrightarrow \Delta FRN > 0$$

b) Noile utilizări pe termen scurt sunt superioare noilor resurse pe termen scurt, după cum rezultă din relația (2):

$$RTL > UTL \Leftrightarrow UTS > RTS$$

Se va înregistra **o reducere a fondului de rulment** dacă utilizările pe termen lung și mediu sunt superioare resurselor pe termen lung și mediu, ceea ce înseamnă că întreprinderea trebuie să-și finanțeze o parte din utilizările stabile prin resurse pe termen scurt, astfel:

$$UTL > RTL \Leftrightarrow RTS > UTS \Leftrightarrow \Delta FRN < 0$$

Clasificarea utilizărilor și resurselor din punct de vedere funcțional are în vedere, în principal, distincția în cadrul elementelor pe termen scurt, între:

⇒ fluxurile legate de exploatare, care determină variația nevoii de fond de rulment în cursul perioadei;

⇒ fluxurile legate de operațiuni financiare pe termen scurt, care determină modificări ale situației trezoreriei.

Dacă se operează distincția între nevoia de fond de rulment pentru exploatare și nevoia de fond de rulment în afara exploatării, tabloul de finanțare se poate prezenta conform schemei de mai jos:

<table>
<tr><td></td><td>Utilizări</td><td>Resurse</td></tr>
<tr><td>ΔFRN</td><td>• Utilizări pe termen lung și mediu
↑ Active imobilizate
↓ Capitaluri permanente</td><td>• Resurse pe termen lung și mediu
↑ Capitaluri permanente
↓ Active imobilizate</td></tr>
<tr><td>ΔNFRE</td><td>• Utilizări exploatare
↑Active ciclice</td><td>• Resurse exploatare
↑ Pasive ciclice</td></tr>
<tr><td>ΔNFRAE</td><td>• Utilizări în afara exploatării</td><td>• Resurse în afara exploatării</td></tr>
<tr><td>ΔT</td><td>• Utilizări trezorerie</td><td>• Resurse trezorerie</td></tr>
</table>

Literatura financiară prezintă numeroase **modele ale tabloului de finanțare** care sunt propuse fie de doctrină, fie de organisme profesionale, fie de instituții competente în materie.

Dintre acestea, prezentăm pe scurt tabloul de finanțare bazat pe bilanțul funcțional. Structura acestui document este formată din trei părți, și anume:

- variația fondului de rulment;
- variația nevoii de fond de rulment (pentru exploatare și în afara exploatării);
- variația trezoreriei.

Regula de echilibru pe care este construit și interpretat acest document leagă fondul de rulment, nevoia de fond de rulment și trezoreria.

O creștere a trezoreriei reprezintă o evoluție favorabilă, în timp ce o depreciere a acesteia constituie semnalul unei evoluții defavorabile a firmei.

Scopul analizei îl constituie identificarea cauzelor care determină variația rubricilor fundamentale.

Pentru ca analiza să fie semnificativă trebuie efectuată pe un număr de ani (minim trei ani) și se impune plasarea întreprinderii în context strategic.

Analiza evoluției fondului de rulment trebuie să pună în evidență modul de acoperire a utilizărilor stabile prin resurse stabile. Pentru aceasta trebuie studiate:

⇒ politica de finanțare a investițiilor - pe baza unui sistem de rate;

⇒ capacitatea de rambursare a datoriilor stabile - estimată pe baza unor rate al căror calcul ia în considerare capacitatea de autofinanțare a întreprinderii.

Analiza evoluției nevoii de fond de rulment acordă o atenție deosebită nevoii de fond de rulment pentru exploatare. Aceasta are în vedere, în principal, două tipuri de variații:

⇒ variații structurale - datorate modificării activității întreprinderii, studiate în special pe baza ratelor de rotație și a structurii contului de profit și pierdere;

⇒ variații conjuncturale - legate de evoluția nivelului de activitate, identificând influența creșterii economice a întreprinderii și cea a evoluției prețurilor.

Evoluția trezoreriei rezultă din evoluția fondului de rulment și a nevoii de fond de rulment.

Prezentarea tabloului de finanțare în această concepție este redată în Anexa 1.

Anexa nr. 1

Tabloul de finanțare bazat pe bilanțul funcțional

1. Variația fondului de rulment = Resurse stabile - Utilizări stabile

Resurse stabile

- Capacitatea de autofinanțare a exercițiului
- Creșterea de capital (în numerar sau prin aporturi în natură)
- Cesiuni ale imobilizărilor
- Datorii financiare stabile (contractate în cursul exercițiului)
- Subvenții

Utilizări stabile

- Investiții în imobilizări necorporale
- Investiții în imobilizări corporale
- Investiții în imobilizări financiare
- Dividende vărsate
- Rambursări (datorii financiare stabile)

2. Variația nevoii de fond de rulment pentru exploatare
= Utilizări legate de ciclul de exploatare - Resurse legate de ciclul de exploatare

Utilizări legate de ciclul de exploatare

- Creșterea stocurilor
- Creșterea creanțelor

Resurse legate de ciclul de exploatare

- Creșterea datoriilor

Variația nevoii de fond de rulment în afara exploatării
= Utilizări instabile - resurse instabile

3. Variația trezoreriei

Utilizări

- Creșterea activelor trezoreriei

Resurse

- Creșterea creditelor bancare curente

Interpretarea tabloului de finanțare se face în funcție de regula echilibrului funcțional pe baza variației fondului de rulment, a variației nevoii de fond de rulment și a variației trezoreriei.

Fiecare utilizare înseamnă o reducere a fondului de rulment, în timp ce apariția de noi resurse provoacă un efect invers.

Analiza și explicația **modificării fondului de rulment** apare ca esențială pentru analistul financiar.

Fondul de rulment depinde, în general, de operațiunile financiare importante realizate și de cash-flow-ul generat.

Variațiile nevoii de fond de rulment pot fi foarte ample și legate de caracteristicile ciclului de exploatare al întreprinderii. Nevoia de fond de rulment este rezultatul disfuncțiilor care apar în lanțul aprovizionare-producție-desfacere-plăți efectuate de clienți. Decalajul poate apărea datorită caracterului sezonier al aprovizionării, producției sau vânzărilor, fiind dependent și de perioada în care se efectuează analiza. Dacă ciclul de exploatare este constant, nevoia de fond de rulment este permanentă. Componentele nevoii de fond de rulment se transformă în bani, astfel:

⇒ creanțele deținute vor fi încasate într-o anumită perioadă de timp;
⇒ stocurile pot fi vândute;
⇒ creditul furnizor se va transforma într-un anumit interval de timp în cheltuieli efective fiind exigibil pe termen scurt.

Astfel, la un moment dat, nevoia de fond de rulment se prezintă ca un sold între lichidități și exigibilități.

Datorită caracterului permanent, stabil, al nevoii de fond de rulment se ajunge la reînnoirea, ca volum, a decalajului deoarece continuarea activității de către întreprindere conduce la reînnoirea activelor lichide și a datoriilor exigibile.

Nevoia de fond de rulment, inclusiv variația acesteia, nu depinde numai de sectorul de activitate, ci și de alte două elemente foarte importante:

- politica întreprinderii în domeniul producției și relațiile cu societățile comerciale;
- eficacitatea gestiunii - în special, prin prisma controlului acoperirii creanțelor și în domeniul stocurilor.

Variația trezoreriei apare ca diferență între variația fondului de rulment și variația nevoii de fond de rulment. O criză a trezoreriei se exprimă prin faptul că, la un moment dat, întreprinderea se află în situația de a nu identifica resurse suplimentare pentru a-și satisface toți creditorii.

Criza trezoreriei poate reflecta:

- o criză la nivelul rentabilității;
- o absență a resurselor;
- o lipsă de flexibilitate la nivelul cheltuielilor.

16.3.3. Incidența inflației

Trebuie luată în considerare atunci când întreprinderea își desfășoară activitatea într-un mediu economic, caracterizat prin creșterea generalizată a prețurilor. Fenomenul inflației determină, la nivelul întreprinderii, o creștere nominală a valorii care, însă, nu afectează în mod uniform parametrii financiari ai acesteia.

Dacă întreprinderea parcurge o perioadă de creștere economică, atunci consecințele fenomenului inflaționist vor fi suportabile; invers, dacă înregistrează o stagnare a vânzărilor, inflația este un pericol în plus și va fi dificil de suportat la nivelul trezoreriei.

Datorită caracterului preponderent istoric al costurilor contabile care stau la baza calculului amortizării, întreprinderea se confruntă cu riscul unei supraevaluări a profitului contabil însoțit de un efect restrictiv asupra trezoreriei.

Inflația antrenează o creștere nominală a cifrei de afaceri datorită impactului creșterii costurilor asupra prețului de vânzare. Paralel se înregistrează o creștere nominală a stocurilor și creanțelor asupra clienților.

Întreprinderea poate, datorită sistemului provizioanelor, să se protejeze împotriva incidenței inflației asupra stocurilor de materii prime, de produse semifabricate și de produse finite. Nevoia de fond de rulment a întreprinderii crește automat cu inflația și impune o nevoie de trezorerie suplimentară.

Dacă firma parcurge o etapă de creștere economică pe baza fondului de amortizare, inflația determină o reducere a ritmurilor de creștere; dacă perioada este una de creștere slabă sau nulă se înregistrează o reducere a activului economic.

În perioade caracterizate de inflație se accentuează tendința spre investiții pasive, a căror valoare finală este importantă (terenuri, construcții etc.).

16.3.4. Studiu de caz

Analizăm evoluția situației financiare a societății comerciale „Hermes" SA în cursul exercițiului N + 1, plecând de la bilanțurile la începutul (31.12.N) și la sfârșitul unei perioade (31.12.N+1).

"Hermes" SA este o firmă cu activitate în domeniul comerțului, care a realizat, în cursul celor doi ani, următorii indicatori:

Indicatori	*N*	*N + 1*
Volum vânzări	4500	5500
Profit net	82	144
Dividende distribuite	54	93

Bilanțurile societății comerciale "Hermes" SA

- mil u.m. -

	N	*N + 1*
Imobilizări necorporale	25	34
Imobilizări corporale brute	1230	1779
(Amortizări)	(737)	(1016)
Imobilizări corporale nete	493	763
Imobilizări financiare	180	296
Stocuri de mărfuri	901	1186
Creanțe clienți	1147	1525
Disponibilități	410	169
	3156	3973
Capital social	738	738
Rezerve	328	356
Profit	82	144
Împrumuturi și datorii față de bănci (1)	860	1186
Datorii furnizori și conturi asimilate	983	1271
Împrumuturi și datorii financiare diverse (2)	165	278
	3156	3973
(1) din care: - sume peste 1 an	614	762
- sume sub 1 an	246	424
(2) din care: - sume sub 1 an	165	278

Rezolvare:

Compararea celor două bilanțuri, după împărțirea profitului, permite punerea în evidență a variațiilor pozitive sau negative ale rubricilor și construirea bilanțului diferențial (balanța mutațiilor).

Bilanțul diferențial pentru exercițiul N + 1, SC "Hermes" SA

Posturi bilanț	*Modificare*	*Semnificație financiară*
• Imobilizări necorporale	+ 9 (34-25)	↑ A, utilizare
• Imobilizări brute	+ 549 (1771-1230)	↑ A, utilizare
• (Amortizări)	+ 279 (1016-737)	↓ A: se analizează ca o reducere a activului, deci resursă
• Imobilizări financiare	+ 116 (296-180)	↑ A, utilizare
• Stocuri	+ 285 (1186-901)	↑ A, utilizare
• Clienți	+ 378 (1525-1147)	↑ A, utilizare
• Disponibilități	- 241 (169-410)	↓ A, resursă
Total modificări activ	+ 817	

• Capital social • Rezerve	- + 51 (407-356)	↑P, resursă • La sfârșitul anului N, suma rezervelor după distribuirea profitului net este de 356 mil. u.m. (328+82-54) • La sfârșitul anului N + 1: 356+144-93=407 mil. u.m
• Împrumuturi și datorii peste 1 an	+ 148 (762-614)	↑ P, resursă
• Împrumuturi și datorii sub 1 an • Împrumuturi și datorii financiare diverse • Furnizori • Dividende de plată	+ 178 (424-246) + 113 (278-165) + 288 (1271-983) + 39 (93-54)	↑P, resursă ↑ P, resursă ↑ P, resursă ↑ P, resursă În bilanțul după distribuire, acest post se stabilește la 54 mil. u.m. la sfârșitul anului N și la 93 mil. u.m. la sfârșitul anului N+1, conform datelor inițiale
Total modificări pasiv	+ 817	

Tabloul fluxurilor financiare în optica funcțională este redat mai jos:

Utilizări		*Resurse*	
I. Utilizări stabile		II. Resurse stabile	
- în imobilizări necorporale	9	- Împrumuturi și datorii peste 1 an	148
- în imobilizări corporale	549	- Profit nedistribuit (creștere rezerve)	51
- în imobilizări financiare	116	- Amortizări	279
(1) Total utilizări stabile	674	(2) Total resurse stabile	478
III. Utilizări exploatare		IV. Resurse exploatare	
- în stocuri	285	- Furnizori	288
- în creanțe comerciale	378		
(3) Total utilizări ciclice	663	(4) Total resurse ciclice	288
V. Utilizări trezorerie		VI. Resurse trezorerie	
		- Împrumuturi și datorii sub 1 an	178
		- Împrumuturi și datorii diverse	113
		- Dividende de vărsat	39
		- Prelevări din încasări	241
(5) Total utilizări trezorerie		(6) Total resurse trezorerie	571
Total utilizări	1337	Total resurse	1337

Pe baza acestui tablou se poate scrie:

1) Variația fondului de rulment net (ΔFRN), ca diferență între resursele pe termen lung (RTL) și utilizările pe termen lung (UTL), astfel:

$$\Delta FRN = RTL - UTL = 478 - 674 = -196 \text{ mil. u. m.}$$

2) Variația nevoii de fond de rulment pentru exploatare (ΔNFRE), ca diferență între utilizările ciclice (UC) și resursele ciclice (RC), astfel:

$$\Delta NFRE = UC - RC = 663 - 288 = +375 \text{ mil. u.m.}$$

În absența elementelor în afara exploatării, variația nevoii de fond de rulment (ΔNFR) este egală cu variația nevoii de fond de rulment pentru exploatare (ΔNFRE), astfel:

$$\Delta NFR = \Delta NFRE = +375 \text{ mil. u.m.}$$

3) Variația trezoreriei (ΔT), ca diferență între utilizări trezorerie (UTS) și resurse trezorerie (RTS), astfel:

$$\Delta T = UTS - RTS = 0 - 571 = -571 \text{ mil. u.m.}$$

Analizând tabloul de finanțare, constatăm că utilizările stabile (674 mil. u.m.) nu au putut să fie finanțate în întregime prin resurse stabile (478 mil. u.m.). Întreprinderea a trebuit să finanțeze diferența (196 mil. u.m.) prin resurse pe termen scurt. Ea efectuează deci o prelevare asupra fondului de rulment, în măsura în care "consumă" o parte din marja de securitate pe care o menținea sub forma lichidităților excedentare.

Această situație este confirmată de calculul fondului de rulment (FRN = Capitaluri permanente - Active imobilizate), astfel:

⇒ la sfârșitul anului N: FRN = 1708 - 698 = 1010 mil. u.m.

⇒ la sfârșitul anului N + 1: FRN = 1907 - 1093 = 814 mil. u.m.

Compararea celor două sume reprezentând nivelul FRN confirmă prelevarea de 196 mil. u.m.

Aceasta se analizează ca o reducere a marjei de securitate de care dispune întreprinderea, dar poate fi considerată și ca simptomul unei degradări a condițiilor echilibrului. Nevoia de fond de rulment cunoaște următoarea evoluție:

- mil. u.m. -

	31.12.N	*31.12.N + 1*
Utilizări ciclice		
- stocuri	901	1186
- creanțe	1147	1525
Total utilizări ciclice	2048	2711
Resurse ciclice		
- furnizori	983	1271
Fond de rulment	1010	814
Nevoia de fond de rulment	1065	1440
Trezorerie	- 55	- 626

Faptul că o prelevare asupra fondului de rulment și o creștere a nevoii de fond de rulment se produc simultan exprimă o evoluție îngrijorătoare a condițiilor echilibrului financiar.

Studiind tabloul de finanțare rezultă pentru anul N+1 că întreprinderea s-a lansat într-un efort de investiții, confruntându-se cu o creștere a nevoilor stabile de finanțare pentru două motive:

- finanțarea investițiilor (674 mil. u.m.);
- creșterea nevoii de finanțare datorate ciclului de exploatare (375 mil. u.m.).

Deoarece resursele stabile nu reprezintă decât 478 mil. u.m., întreprinderea a trebuit să facă apel la noi resurse pe termen scurt pentru 330*) mil. u.m. și să preleve 241**) mil. u.m. asupra disponibilităților. De aici rezultă degradarea trezoreriei pusă în evidență, atât în termenii analizei statice (a se vedea studiul de caz precedent), cât și a celei dinamice.

---

*) sumă reprezentând împrumuturile și datoriile sub 1 an, împrumutate și datoriile diverse și dividendele de vărsat, respectiv 178+113+39=330 mil. u.m.

**) postul prelevări din încasări, în tabloul fluxurilor financiare.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITARA

BIBLIOGRAFIE

1. Adochiței M. – **Finanțele întreprinderii** Editura Sylvi, București, 2000

2. Baroni M. – **Gestion financière d'entreprise**, ESF. Paris, 1990

3. Basno C., Dardac N. – **Operațiuni bancare**, E.D.P., București, 1996

4. Bistriceanu Gh. – **Finanțe și credit**, Editura Oscar Print, București, 1999

5. Bistriceanu Gh., Demetrescu C. G. – **Lexicon de finanțe, credit, contabilitate și informatică financiar-contabilă**, E.D.P., București, 1981

6. Bistriceanu Gh., Adochiței M., Negrea E. – **Finanțele agenților economici**, Editura Economică, București, 2001

7. Bran P. – **Finanțele întreprinderii**, Editura Economică, București, 1997

8. Charreaux G. – **Gestion financière**, Litec, Paris, 1991

9. Cohen E. – **Analyse financière**, Economica, Paris, 1990

10. Cohen E. – **Gestion financière d'entreprise et developpement financière**, EDICEF, 1991

11. Colasse B. – **Gestion financière d'entreprise**, P.U.F., Paris, 1991

12. Conso P. – **Gestion financière d'entreprise**, Dunod, Paris, 1989

13. Depallens T., Jobard T.P. – **Gestion financière d'entreprise**, Sirey. Paris, 1990

BCU IAȘI/CENTRUL UNIVERSITY LIBRARY

14. Dervaux B. – **Politique financière d'entreprise**, Economica Paris, 1990

15. Didier M. – **Économie, les régles du jeu**, Economica, Paris, 1989

16. Dumitrescu D., Dragotă V. – **Evaluarea întreprinderii**, Editura Economică, București, 2000

17. Guyon C. – **La fonction financière d'entreprise** 1) Gestione finanțiere, Masson, Paris, 1992

18. Ilie V. – **Gestiunea financiară a întreprinderii**, E.D.P., București, 1999

19. Lehman P.J. – **Les circuites financière**, Dalloz, Paris, 1989

20. Levasseur M. – **Finance**, Economica, Paris, 1990

21. Mailler J. – **Gestion financière d'entreprise**, Dunod. Paris, 1992

22. Mayer T., Duesenberry T.S., Aliber R.Z. – **Banii, activitatea bancară și economia**, E.D.P. București, 1993

23. Saint-Pièrre J. – **Précis de finance**, Gaëtan Morin, Editeur Quebec. Canada, 1980

24. Solnik B. – **Gestion financière**, Editions Fernand Nathan, Paris, 1980

25. Stancu I. – **Gestiune financiară**, Editura Economică, București, 1994

26. Stancu I. – **Finanțe**, Editura Economică, București, 1997

27. Toma M. – **Finanțe și gestiune financiară**, E.D.P. București, 1994

28. Toma M., Brezeanu P. – **Finanțe și gestiune financiară. Aplicații practice și teste-grilă**, Editura Economică, București, 1996

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

29. Toma M., Alexandru F. – **Finanțe și gestiune financiară de întreprindere**, Editura Economică, București, 1998

30. Toma M., Alexandru F., Armeanu D., Ivănescu D., Vârban R. – **Gestiune financiară de întreprindere. Aplicații practice și teste-grilă**, Editura Economică, București, 2003

31. Văcărel I. (și colectiv) – **Finanțe publice**, E.D.P., București, 1994

32. Vernimmen P. – **Finance d'entreprise**, 3e édition, Editions Dalloz, Paris, 1998

Academia de Studii Economice si Administrarea Afacerilor
BIBLIOTECA

B.C.U. „M.EMINESCU" IAȘI
ȘTIINȚE ECONOMICE

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

TIPOGRAFIA PEGASUS
Str. Zamfir Arbore nr. 5, sector 2, Bucureşti
Tel./fax 240 66 77; 092 22 39 31

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Facultatea de Geog
020000 048572 0

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

EDITURA ECONOMICĂ

ISBN 973-590-771-2

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY